

财务会计与资本市场系列

上市公司定向增发融资行为研究

Research of Private Equity Placement of Chinese Listed Firms

邓　路⊙著





财　务　会　计　与　资　本　市　场　系　列

图书上架建议 金融/融资



定价：36.00元



财 务 会 计 与 资 本 市 场 系 列

上市公司
定向增发融资行为研究

Research of Private Equity Placement of Chinese Listed Firms

邓 路◎著

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北 京

图书在版编目（CIP）数据

上市公司定向增发融资行为研究/邓路著
北京：中国经济出版社，2012.4
ISBN 978－7－5136－1328－6

Ⅰ.①上… Ⅱ.①邓… Ⅲ.①上市公司—融资—研究—中国 Ⅳ.①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2011）第 269758 号

责任编辑　牛慧珍
责任审读　霍宏涛
责任印制　张江虹
封面设计　任燕飞

出版发行　中国经济出版社
印 刷 者　北京市京津彩印有限公司
经 销 者　各地新华书店
开　　本　710mm×1000mm　1/16
印　　张　13.25
字　　数　130 千字
版　　次　2012 年 4 月第 1 版
印　　次　2012 年 4 月第 1 次
书　　号　ISBN 978－7－5136－1328－6/F・9169
定　　价　36.00 元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街 3 号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010－68319116）

序

邓路的博士学位论文——《上市公司定向增发融资行为研究》，经过其认真整理完善，终成书稿即将出版问世。这部论著曾荣获第五届"杨纪琬奖学金"（优秀会计专业学位论文奖）和2011年中国人民大学校级优秀博士学位论文奖。作为他的博士生导师，我为他所取得的研究成果感到由衷的高兴，更对其未来的学术发展寄予厚望。

中国资本市场创建于20世纪90年代初期，作为一个处于转轨时期的新兴市场，过去20年，上市公司股权再融资发生了许多重大的制度性变革。随着股权分置改革的顺利推进，2006年5月推出的定向增发（又称非公开发行），作为全流通时代创新型股权融资工具，目前已经逐渐成为上市公司最重要的再融资方式。中国资本市场上的定向增发类似于国外资本市场中的私募发行。私募发行作为股权再融资主要方式之一，长期以来一直是公司财务特别是公司融资领域关注的

热点问题。然而，与国外的私募发行相比，中国的定向增发既有普通私募融资的共性特征，比如都是对少数特定对象的非公开发行、增发股份都要经历一定的锁定期等，又有自身鲜明的特性特征，比如认购方式可以包括现金、资产等多种形式、监管机构对增发价格有严格的下限管制、对不同增发对象的锁定期差异极大等。显然，结合中国资本市场特殊的制度背景研究上市公司定向增发融资行为及其经济后果具有重要的理论和现实意义，而这正是本部论著研究的出发点。

邓路博士的论著结合中国资本市场制度背景和上市公司定向增发实践，围绕公司控制权、信息不对称等相关理论，从公司股权再融资方式选择、定向增发的折扣率和短期宣告效应、定向增发长期市场表现及长期经营业绩三个角度系统研究中国上市公司定向增发融资行为。全书将定向增发折扣率细分为发行折扣和市场折扣加以区别研究，并按照定向增发发行对象和认购方式不同将上市公司定向增发进行了更为细致的分类，通过定向增发的短期效应和长期绩效对比分析，并且采用不同的模型工具，实证检验定向增发的经济后果。与以往的研究相比，本论著的研究成果一方面丰富了公司股权再融资理论的研究范畴，另一方面也拓展了定向增发领域的研究视野。上述研究成果可以为上市公司、资本市场投资者和监管机构进行决策提供参考。

在研究方法选取上，本书稿采用实证分析与规范分析相结合、定性分析与定量分析相结合的研究方法，以经验研究方法为主要手段，同时辅以案例研究，对研究主题进行了细致深入的分析。在内容结构

安排上，秉承翔实紧凑的原则，合理安排书稿内容。全书围绕中国上市公司定向增发融资行为展开，结合国外新近的研究文献和中国特殊的制度背景，三个研究主题构成了书稿的核心内容，内容安排紧凑合理，体系架构清晰得当，文字表述准确流畅。全书秉承科学研究中严谨、求实、创新的风格，在写作中力求语言平实易懂、证据充分可靠、措辞清晰流畅。

股权分置改革消除了中国资本市场最大的制度性障碍，全流通时代的中国资本市场将会为我们提供更加广阔的研究空间。雄关漫道真如铁，而今迈步从头越。希望邓路博士在未来的学术研究生涯中，能够持之以恒进行学术创新，在学术道路上勇攀高峰！

是以为序。

王化成

于北京世纪城

2012 年 1 月 28 日

摘　要

中国资本市场创建于20世纪90年代初期，伴随着过去20年的不断改革、发展与创新，上市公司股权融资发生了许多重大的制度性变革。在全流通时代，上市公司可以选择公开增发、定向增发、配股、发行可转换公司债券等多种方式实现股权再融资，相比其他融资工具而言，虽然定向增发产生的时间较短，但目前却已经逐渐成为上市公司普遍采取的再融资方式。

与公开增发、配股以及发行可转换公司债券等其他再融资方式不同，定向增发从诞生之日起便被赋予多种功能。除了在发行对象、发行动机等方面与其他再融资方式不同外，定向增发的宣告效应、发行折扣率也与公开增发和配股等股权融资显著不同。很多上市公司董事会一旦公布定向增发方案，公司股价在短期内就会有显著的超额收益，这与公开增发和配股负的宣告效应形成鲜明的对比。而且与配股

折价发行不同,很多上市公司定向增发往往采取很低的发行折扣率甚至溢价发行。中国资本市场上定向增发诸如此类的“异象”已经引起理论界和实务界的极大关注,但是目前国内还缺乏这方面的系统研究。正因如此,本书采用现代公司财务相关理论,从公司股权再融资方式选择、定向增发的折扣率和短期宣告效应、定向增发长期市场表现及长期经营业绩三个角度全面研究中国上市公司定向增发融资行为。

与以往文献相比,本书的主要贡献在于:①拓展了股权再融资理论的研究视野。本书首次从股权结构和信息不对称双重角度检验和证实了上市公司增发融资方式选择问题,进一步丰富了公司股权再融资理论。②细化了定向增发折扣率及其市场表现的研究内容。本书结合中国资本市场特殊制度背景,首次将定向增发折扣率细分为发行折扣和市场折扣加以区别研究,并按照定向增发发行对象和认购方式不同将上市公司定向增发进行了更为细致的分类,考察了不同样本公司定向增发市场表现的差异。③同时研究和检验定向增发的短期宣告效应和长期市场表现。目前国内学者研究定向增发往往只关注短期宣告效应,本书立足于中国资本市场的经验数据,首次系统地将定向增发的短期效应和长期绩效对比分析,并且通过采用不同的模型工具,实证检验定向增发的经济后果。

本书主要的研究思路如下:首先,通过文献回顾对国内外有关定向增发的相关文献进行了梳理和总结;其次,结合中国资本市场特殊

的制度背景,将中国上市公司定向增发与公开发行、定向增发与美国私募发行进行了对比分析,在此基础上,归纳总结了中国上市公司定向增发的主要运作模式;然后,进入本书实证研究的主体部分,依次从公司股权再融资方式选择、定向增发的折扣率和短期宣告效应、定向增发长期市场表现及长期经营业绩三个角度全面考察中国上市公司定向增发融资行为。最后,基于前面的实证分析结果,我们得到以下主要结论:

1. 股权结构和信息不对称理论可以较好地解释上市公司增发方式选择问题。具体表现为:股权结构显著影响上市公司增发方式的选择,上市公司终极控制人为国有性质时,越倾向于选择定向增发,对于实施定向增发的上市公司,大股东控制力越弱,越倾向于认购新增股份。信息不对称程度越大的公司越倾向于选择定向增发,并且在实施定向增发时,更愿意选择向大股东发行。

2. 上市公司大多采取溢价发行方式实施定向增发,而定向增发的市场折扣率大约为30%,要高于美国股市私募发行时的市场折扣。上市公司定向增发的发行折扣率与发行对象相关,公司大股东及其关联投资者认购定向增发股份的发行折扣率要高于普通机构投资者享受的发行折扣率,而上市公司定向增发的市场折扣率与发行比例正相关,发行比例越大,定向增发的市场折扣率越大。

3. 与国外私募发行会产生短期正的财富效应相同,中国上市公司实施定向增发也可以获取正的宣告效应,并且宣告效应与定向增发

市场折价正相关，当上市公司面临财务困境时，其定向增发的宣告效应大于非财务困境公司定向增发的宣告效应。

4. 无论是采用购买持有超额收益方法还是使用日历时间组合方法都可验证上市公司实施定向增发后2年内总体上表现出强势特征，这与美国股市私募发行后公司长期业绩表现不佳的结论相反。

5. 对于全部定向增发样本，上市公司定向增发前后5年的经营业绩都要显著好于配比公司。从细分样本来看，当大股东参与时，定向增发后公司的经营业绩差于非大股东参与样本，但统计上并不显著；当大股东以资产认购时，定向增发后的公司经营业绩要显著好于现金认购样本。

6. 最后，通过对比上市公司定向增发长短期市场表现以及公司经营业绩在定向增发前后的变化，我们没有发现直接证据支持大股东将定向增发作为“掏空”上市公司进而实现利益输送的工具。

本书的研究意义在于：从理论意义上来说，一方面，本书丰富了公司股权再融资理论的研究范畴，另一方面，本书也拓展了定向增发领域的研究视野；从实践意义上来说，本书既为上市公司实施定向增发、合理优化资源配置提供了实践依据，同时还为投资者参与定向增发、选择正确的投资对象提供了现实依据，此外，本书也为监管机构完善定向增发制度、提高监管效率提供了决策依据。

关键词：定向增发；融资方式；折扣率；宣告效应；长期市场表现

Abstract

Chinese capital market, which founded in the early 1990s, has experienced twenty years reformation, development and innovation, and many great institutional innovations have emerged in equity financing of listed companies. As the market has entered into the post-full circulation era, many methods such as public offering, private equity placement, right offering, and convertible corporate bond issuing can all be used by listed companies for financing. Among these financing methods, private equity placement has become more and more popular, though it's still a short term since it generated in Chinese capital market.

Compared with public offering, right offering and convertible corporate bond issuing, private equity placement has been endowed with kinds of functions since it is initially set up. The differences can be found not only

in the issuing objective and incentives, but also in the market reaction of announcement, the issuing discount and so on. It's very evidently different with public offering and right offering that when the private equity placement scheme is released, the stock will get significant abnormal returns in the short run. And specially, many companies which conducted private equity placements often issue stocks with a very low discount, even at a premium price. Though many scholars in theoretical or practical fields have placed close eyes on these heter-phenomenons, but few research works focus on this field and examine the phenomenon systematically. This paper does a serial research works on the private equity placement of the Chinese listed companies, including the choice between public offering and private placement, the issuing discount and the announcement effect of the private placement, and also the long-run market performance and financial performance after the private equity placement.

This paper has three main contributions to the financing theory. Firstly, as it's the first time to examine private equity placement of Chinese listed companies from the perspective of ownership structure and information asymmetry, the findings in this paper enrich the knowledge and also broadens the vision of seasoned equity offering theory. Secondly, the research in this paper specifies the question of issuing discount and the content of market performance. More specifically, considering the institutional back-

ground of Chinese capital market, the issuing discount is distinguished from the market discount and the paper examines the two, at the same time, more specific grouping method is used to distinguish the different identities and different subscription way, and the paper also finds different market performance between these subsamples. Lastly, not only the announcement effect but also the long-run market and financial performance are examined, and more different models are used in this paper, thus in favor of the explanation of the private equity in Chinese market.

The logic of this paper develops as follows. First, we provide a brief review and summary of the related research works about private equity placement. Then we analyze the special institutional background of Chinese capital market systematically, and mainly focus on the comparison between private equity placement and public offering, and also the difference between Chinese private equity placement and American private placement. Base on these analyses, we also propose several main operation modes adopted by Chinese listed companies. The core parts of this paper consist of three parts of empirical tests, including the choice of the refinancing way, the discount and announcement effect of private equity placement, the long-run market performance and financial performance after private placement. After the theoretical analysis and empirical tests, the paper reaches the following six conclusions.

Firstly, both ownership structure and information asymmetry theory have better explanation power on the choice of public offering and private equity placement of Chinese listed companies. More specifically, ownership structure has a significant effect on the choice between public offering and private placement. Companies which are state owned are more likely choose private equity placement as their best choice. Large shareholder who has weaker controlling power are more likely to subscribe the whole or part shares of the private equity placement; and the stronger large shareholders are more likely to subscribe the shares use assets if they are involved in the private equity placement. Companies which have large information asymmetry are more likely to choose private equity placement as their way to SEO, and tend to place shares to their large shareholders.

Secondly, most of the Chinese listed companies in our sample issuing at a premium price when they conducted private placement, and the market discount is about 30 percent on average, higher than the market discount of private placement in USA. The issuing discount is closely related to issuing identity. When the big shareholders and their related parts are involved in the private placement, issuing discount will be higher. The market discount is related to issuing proportion, the bigger the issuing proportion, the higher the market discount.

Thirdly, the announcement effect of private equity placement of Chi-

nese listed companies is positive, and positive related to market discount. These findings are similar with the evidence from the research abroad. The companies which are in financial distress will get a significant drastic announcement effect than the companies which are not in distress.

Fourthly, the empirical tests of the long-run market performance show that the companies which conducted private equity placement will have a two-year stronger performance after the announcement, no matter the buy-hold abnormal return model or the calendar-time portfolio method is used. These findings are in contrast with the weak market performance evidence from USA capital market.

Fifthly, as the whole sample is included in the test, the companies which conducted private equity placement have significant stronger performance than their matching companies before or after private placement. When the test is constrained in split sample, the companies which big shareholders are involved in the private placement get poorer performance than the sample that big shareholders are not involved in, but the difference is not statistical significant. When the big shareholders anticipate in the placement and subscribe use assets, the performance presents significant better than the sample which big shareholders subscribe use cash.

Lastly, after combining the long-run market performance with the announcement effect, and comparing the corporate financial performance pro

and post private placement, we don't find direct evidence that large shareholders taking the private equity placement as a tool for tunneling.

The research in this paper has great meanings. Theoretically, the findings enrich the content of corporate seasoned equity financing, and expand the boundary of the research on private equity placement. Practically, on the one hand, the paper supplies a theoretical foundation for the listed companies to reach a rationale allocation of resources when they conducted private equity placement; on the other hand, it provides foundation of decision-making for the investors who anticipate in the private placement to choose the right investment target, and for supervision department to improve regulation efficiency.

Key words: Private Equity Placement; Financing Way; Discount; Announcement Effect; Long-run Market Performance

CONTENTS 目　录

CONTENTS 图表目录

第1章 导 论

1.1 选题背景与研究视角

1.1.1 选题背景

中国资本市场上的定向增发类似于国外资本市场中的私募发行。私募发行作为股权再融资主要方式之一,长期以来一直是公司财务特别是公司融资领域关注的热点问题。从20世纪70年代起,国外大量的文献证明几乎所有国家的资本市场都存在私募发行的折扣率和短期正的宣告效应(Arneson,1981;Friedlob,1983;Anderson et al.,2006;Renneboog et a1.,2007)。对于这些现象,许多学者从不同方面提出了

多种理论假说(Wruck,1989;Hertzel and Smith,1993;Wu et al.,2005;Barclay et al.,2007),形成了丰硕的理论成果。与私募发行短期正的宣告效应不同,对于私募发行后公司未来股价的长期表现和公司业绩方面的研究,不同国家的资本市场差异很大,即使是同一国家的资本市场,由于不同学者采取的统计方法的差异,使得研究结论也各不相同,迄今为止仍没有一种理论或假设能完全解释上述"异象"(Hertzel et al.,2002;Chen et al.,2002;Marciukaityte et al.,2005;Chou et al.,2009)。

股权分置作为中国资本市场的一个重要特征,长期以来一直是中国资本市场发展的最大障碍。在股权分置下,上市公司非流通股东与流通股东同股不同价、同股不同权,导致两类股东缺乏共同利益基础。由于非流通股东无法在二级市场上兑现股价收益,因此对提高上市公司质量并不关心,反而将上市公司作为从二级市场"圈钱"的工具,通过关联交易、相互担保、资金占用等方式"掏空"上市公司的事件时有发生。2005年4月29日,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,这标志着我国开始实施股权分置改革以解决中国资本市场的历史遗留问题。为了保证股权分置改革的顺利进行,避免产生新的历史遗留问题,上海和深圳两个交易所暂停了除债权外所有的融资活动。随着股票分置改革的顺利推进,2006年5月8日,中国证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》,其中定向增发(又称非公开发行)这种在全流通背景下借鉴境外成熟市场经验引入

的全新证券发行制度正式成为中国资本市场的一种再融资方式。

在全流通时代，公开增发、定向增发、配股以及发行可转换公司债券等是除借款融资以外上市公司IPO后再融资的主要方式。从中国证监会2006年5月8日颁布并实施《上市公司证券发行管理办法》将定向增发引入中国资本市场之日起，上市公司便对这种融资方式表现出极大的兴趣。根据Wind数据库统计，截止到2009年12月31日，在短短三年半的时间里，已有403家上市公司通过采用定向增发实现了在资本市场的再融资，占同期全部再融资公司的比例为75.05%，定向增发累计融资额为8110.02亿元，占同期全部再融资金额的比例为77.75%，无论从融资公司数量还是从融资金额来看，定向增发已经成为上市公司股权再融资的最重要方式。

与公开增发、配股以及发行可转换债券等其他再融资方式不同，定向增发从诞生之日起便被赋予多种功能。中国船舶、中国远洋等上市公司通过定向增发完成了资产注入与整体上市，苏宁电器、顺鑫农业等上市公司通过定向增发获得了资金补给，泸州老窖、恒丰纸业等上市公司通过定向增发引进了长期战略投资者，山煤国际、海通证券等上市公司通过定向增发实现了并购重组……除了在发行对象、发行动机等方面与其他再融资方式不同外，定向增发的宣告效应、发行折扣率也与公开增发和配股等股权融资显著不同。很多上市公司董事会一旦公布实施定向增发方案，公司股价在短期内就会有显著的超额收益，这与公开增发和配股短期负的宣告效应形成鲜明的对比。而且

与配股折价发行不同，很多上市公司定向增发往往采取很低的发行折扣率甚至溢价发行。中国资本市场上定向增发诸如此类的“异象”已经引起理论界和实务界的极大关注，但是目前国内还缺乏这方面的系统研究，而这正是本书研究的出发点。

1.1.2 研究视角

本书将利用现代公司财务相关理论从公司股权再融资方式选择、定向增发的折扣率和短期宣告效应、定向增发长期市场表现及长期经营业绩三个角度全面研究中国上市公司定向增发融资行为，系统研究并回答以下问题：

1. 上市公司决定股权再融资时，为什么有些公司偏好定向增发而不是公开增发？

2. 为什么很多上市公司大股东或其关联方主动参与认购定向增发？

3. 上市公司定向增发的发行折扣与市场折扣主要影响因素是否相同？

4. 上市公司定向增发短期宣告效应主要受哪些影响因素？

5. 上市公司定向增发后长期市场表现与长期经营业绩如何变化？是否与国外研究一致？

6. 按照发行对象和认购方式分类，定向增发各个细分样本的折扣率、宣告效应与长期市场表现又有何不同？

7. 定向增发作为上市公司普遍采用的一种再融资工具，大股东会利用定向增发"掏空"上市公司吗？

1.2 研究内容与研究意义

1.2.1 概念界定

本书主要研究上市公司定向增发融资行为。从内涵上看，定向增发应该属于非公开发行范畴，是与公开发行相对应的另一种融资方式。一般来说，非公开发行按照发行主体和发行标的不同应该有广义和狭义之分。广义的非公开发行主体既包括上市公司，也包括非上市公司，而发行标的既可以是股票，也可以是债券或是其他有价证券。近年来，随着中国股票市场上中小企业板和创业板的相继推出，目前风靡全国的私募股权投资（Private Equity，简称PE）就是专业投资基金（或是战略投资者）对大量非上市公司的权益性投资，从本质上看PE属于广义的非公开发行范畴。然而，狭义的非公开发行特指上市公司向特定对象发行股票的行为。

按照2006年1月1日起实施的新《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）第10条规定，有下列情形之一的，为公开发行：向不特定对象发行证券的；向特定对象发行证券累计超过二百人的；法律、

行政法规规定的其他发行行为。从《证券法》对公开发行的定义中可以看出，只要向不超过200人的特定对象发行证券，无论发行主体是否为上市公司，都属于非公开发行。由此可见，《证券法》对非公开发行采取的是广义范畴的定义。在《证券法》的指引下，2006年5月8日中国证监会颁布实施《上市公司证券发行管理办法》，其中第36条和第37条对上市公司非公开发行定义如下：非公开发行股票是指上市公司采用非公开方式，向不超过十名特定对象发行股票的行为。也就是说，《上市公司证券发行管理办法》对非公开发行采取了狭义范畴定义，将非公开发行限定为以上市公司为主体实施的股票融资行为。由于本书所研究的主体是上市公司，因此，本书所指的定向增发应该是狭义范畴的非公开发行，并与国外资本市场的私募发行含义大体相同。[①] 在本书中，除特殊说明外，定向增发与非公开发行和私募发行等概念所指内容一致，尤其在文献回顾和制度背景分析时各概念之间可以相互替代。

1.2.2 研究内容

本书的研究内容安排如图1－1所示。

第1章是导论部分。本章主要包括本书的研究背景、研究视角、概念界定、研究内容、研究意义、研究方法以及研究创新等内容。

---

① 本书在3.2.2"定向增发与美国私募发行比较"一节中再详细介绍中国资本市场定向增发与美国资本市场私募发行两者之间的区别。

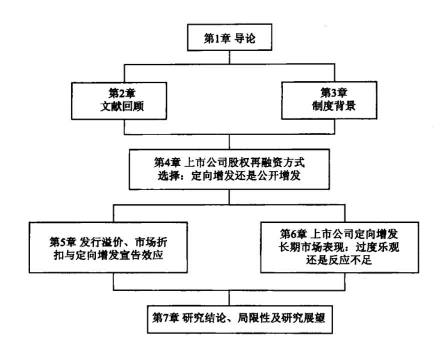


图 1－1　论文结构框架图

第 2 章是文献回顾。本章主要从三个方面对国内外私募发行相关理论进行了梳理和总结：公司选择私募发行的动因研究；私募发行的折扣率及其宣告效应；私募发行后公司股价长期表现。最后，对现有文献做了简要评价，并指出目前国内对定向增发融资行为研究尚存在的不足之处。

第 3 章是制度背景。本章主要包括三部分内容：第一部分是中国上市公司股权再融资的制度演进，回顾了上市公司各种股权再融资方式的相关政策演变以及定向增发的发展历程；第二部分是中国上市公司定向增发的特征分析，主要包括定向增发与公开发行融资方式比较以及定向增发与美国私募发行比较两部分内容；最后一部分结合中国

上市公司相关案例分析了定向增发的主要运作模式。

第4章考察了上市公司股权再融资方式选择的决定因素。根据第2章的文献回顾和第3章的制度背景分析，本章从股权结构和信息不对称两个角度研究了上市公司股权再融资方式选择，并回答了上市公司在何种情况下更偏好定向增发。

第5章研究了上市公司定向增发的折扣率及其宣告效应。根据中国资本市场的特殊制度背景，本章将定向增发折扣率细分为发行折扣和市场折扣，并分析了影响定向增发折扣率的主要因素，同时我们还按照发行对象和认购方式将定向增发样本进行了详细分类，考察了不同样本定向增发短期宣告效应的差异。

第6章研究了上市公司定向增发长期市场表现。与第5章类似，根据对样本的分类，本章详细考察了不同样本定向增发长期市场表现及其长期经营业绩的差异，并与国外的研究结论进行了对比分析。

第7章是结论部分。本章主要包括研究结论、局限性及未来研究展望。

1.2.3 研究意义

本书的理论意义主要体现在以下两个方面：

1. 丰富了公司股权再融资理论的研究范畴

以往国内学者研究公司再融资理论时主要关注公司股权融资和

债权融资对企业资本结构的影响,上市公司股票融资偏好行为以及公司公开增发和配股的长短期效应等领域。尤其在研究公司增发新股再融资时往往只考虑公开发行,对非公开发行较少涉及。随着股权分置改革顺利完成,定向增发已经成为中国资本市场上市公司股权再融资最重要的方式,结合国内外最新的理论成果研究上市公司定向增发融资行为已经成为实践发展的迫切需要。本书结合现代公司财务相关理论,通过系统研究中国上市公司定向增发的影响因素、定向增发折扣率及其宣告效应、定向增发长期市场表现等内容,进一步丰富了公司股权再融资理论的研究范畴。

2. 拓展了定向增发领域的研究视野

仅从融资目的本身看来,国外资本市场中的私募发行与公开发行并没有本质区别。但是,中国资本市场中的定向增发由于在发行对象选择以及对价支付方式等方面的特殊规定,不仅与公开增发和配股等公开发行有较大差异,甚至与国外的私募发行相比,也有自身的鲜明特征。然而,目前国内学者研究上市公司定向增发时更多地将其视为简单的融资行为,缺乏结合中国特殊制度环境的系统性分析。本书结合中国资本市场特殊的制度背景,按照定向增发发行对象和认购方式不同将上市公司定向增发进行了更为细致的分类,并将定向增发的折扣率细分为发行折扣和市场折扣加以区别研究,本书的研究结论拓展了定向增发领域的研究视野。

本书的实践意义主要体现在以下三个方面：

1. 为上市公司实施定向增发、合理优化资源配置提供了实践依据

在全流通时代，定向增发已经成为上市公司实现股权再融资最重要的手段。为了顺利实现企业的融资需求，深入探析上市公司实施定向增发的定价机制、发行对象以及认购方式对准备实施再融资的企业来说格外重要。本书的研究对于拟再融资上市公司对比各种融资方式优劣，基于多赢的基础上选择何时、以何种方式实施定向增发来实现企业价值最大化具有重要的实践意义。

2. 为投资者参与定向增发、选择正确的投资对象提供了现实依据

股权分置改革完成后，中国资本市场的投资主体已经由原来的中小散户一枝独秀演变为大型金融类机构投资者、产业资本投资者和中小个体投资者三足鼎立的局面。除了参与一级市场配售获取超额收益外，选择恰当的方式参与定向增发同样能够为投资者带来可观的利润。但在投资者非理性占主导地位的市场里，如何规避投资风险必然是各类投资者需要思考的首要问题。本书通过大量的理论分析和数据检验研究了上市公司定向增发的短期宣告效应及其长期绩效，为投资者选择正确的投资对象提供了现实依据。

3. 为监管机构完善定向增发制度、提高监管效率提供了决策依据

与国外相对成熟的私募发行相比,中国资本市场中的定向增发产生的时间相对较短,在上市公司的再融资实践中逐渐暴露出一些制度性缺陷,如何进一步完善定向增发相关规定、规范上市公司再融资行为成为监管机构需要着力解决的迫切问题。本书通过客观考察不同发行对象和认购方式下定向增发经济后果的差异,一方面,为监管机构完善现有定向增发相关法律提供启示;另一方面,也为监管机构强化上市公司信息披露、防止上市公司通过定向增发进行内幕交易、切实维护中小投资者的合法权益提供决策参考。

1.3 研究方法与研究创新

1.3.1 研究方法

本书通过采用实证分析与规范分析相结合、定性分析与定量分析相结合、系统分析与比较分析相结合的研究方法,一方面用实证的结果来验证已存在的理论,另一方面为实证的结果寻找更为合理的理论解释。

在实证研究部分，主要采取事件研究法、参数和非参数检验、Logit模型、多元回归模型等多种研究方法。数据分析采用 stata 10.0 处理。各主要章节采用的主要研究方法如下：

第 2 章主要采用规范分析的方法，对国内外有关定向增发的相关文献进行梳理和总结。

第 3 章主要采取比较分析的方法，不仅比较了定向增发与其他公开发行的差异，同时还对比了定向增发与美国私募发行的异同，在此基础上，采用规范分析与案例研究相结合的方法总结了中国上市公司定向增发的主要运作模式。

第 4 章主要采用 Logit 模型，从股权结构和信息不对称两个角度研究了上市公司股权再融资方式选择。

第 5 章主要采用多元回归的方法，考察了上市公司定向增发折扣率及其宣告效应的影响因素。

第 6 章主要采用两种经典计算超额回报率的方法，通过描述性统计比较了不同发行对象和认购方式下上市公司定向增发后的长期市场表现及其经营业绩的差异。

1.3.2 研究创新

本书可能的创新之处主要体现在以下三个方面：

1. 从股权结构和信息不对称双重角度检验中国上市公司增发融资行为

以往学者研究上市公司再融资方式选择时，更多地关注公司股权融资和债权融资的比较或是公开增发与配股的比较，对同样属于增发融资范畴的公开增发与定向增发极少关注。本书首次从股权结构和信息不对称双重角度检验和证实了上市公司增发融资方式选择问题，进一步丰富了公司股权再融资理论。

2. 细化了定向增发折扣率及其市场表现的研究内容

本书结合中国资本市场特殊制度背景，首次将定向增发折扣率细分为发行折扣和市场折扣加以区别研究，并按照定向增发发行对象和认购方式不同将上市公司定向增发进行了更为细致的分类，考察了不同样本定向增发市场表现的差异。

3. 同时研究和检验定向增发的短期宣告效应和长期市场表现

目前国内学者研究定向增发往往只关注短期宣告效应，本书利用中国资本市场的经验数据，首次系统地将定向增发的短期效应和长期绩效对比分析，并且通过采用不同的模型工具，实证检验中国上市公司定向增发的经济后果。

第2章

文献回顾

国内外学者关于私募发行的研究主要集中在以下三个方面:一是公司选择私募发行的动因研究。目前较为流行的解释主要集中在信息不对称理论或控制权理论,该理论认为由于公司内外部存在信息不对称或是控股股东担心控制权稀释,在公司作出股权再融资决策时,往往放弃配股和公开融资而选择私募发行。二是私募发行的折扣率和宣告效应现象的研究。从20世纪70年代起,国外大量的文献证明几乎所有国家的资本市场都存在私募发行的折扣率和短期正的宣告效应。对于这些现象,许多学者从不同视角提出了多种理论假说,形成了丰硕的理论成果。三是私募发行后公司股价长期市场表现的研究。与私募发行短期正的宣告效应不同,对于私募发行后公司未来股价的长期表现和公司业绩方面的研究,不同国家的资本市场差异很

大，即使是同一国家的资本市场，由于不同学者采取的统计方法的差异，使得研究结论也各不相同，迄今为止仍没有一种理论或假设能完全解释上述"异象"。

2.1 股权再融资方式选择

有关股权再融资方式选择的开创性研究最早可以追溯到Smith(1977)。他从发行成本视角发现了股权再融资方式的异常现象，即虽然非承销配股的融资成本显著地低于增发的融资成本，但是仍有90%以上公司通过采取发行费用较高的增发新股来实现公司的股权再融资。在随后的研究中，Eckho and Masulis(1992)发现，在1963 - 1981年，只有不到5%的上市公司选择配股作为企业再融资手段，在美国资本市场上，增发已经取代配股成为上市公司股权再融资的最主要方式。很多学者(Hemam，1981；Hansen，1988；Eckho and Masulis，1992)对上述现象从各个角度进行了研究并提出各自不同的解释，其中比较有代表性的还属Eckho and Masulis(1992)提出的逆向选择成本理论。Eckho and Masulis(1992)认为，上市公司再融资可以采取的手段根据发行成本由低到高依次为非承销配股、承销配股和增发新股，而公司选择何种融资方式主要取决于信息不对称程度、公司股东特征和直接融资成本。根据Myers and Majluf(1984)，由于信息不对称，公司对外

发行股票融资往往被认为公司价值被高估，外部投资者是否愿意购买公司股票主要取决于信息不对称程度的高低。Eckho and Masulis (1992)认为投行承销和现有股东主动认购是减少信息不对称进而最大程度减少公司财富从现有股东向外部股东转移的主要替代机制。从理性管理者角度来说，采用直接成本最小的承销配股融资是最大化公司价值的最优选择，但是，当现有股东认购数量过低，为了保证融资顺利实现，公司管理者不得不采用发行成本较高的承销方式融资，因此导致由于信息不对称而出现融资方式的逆向选择。

此后，国外学者主要围绕信息不对称和股权结构两个角度解释上市公司的股权发售机制。Chemmanur and Fulghieri(1999)通过构建理论模型论证了当公司面临信息不对称程度较高时往往选择私募发行而非公开发行。公司管理层追求自身价值最大化的动机导致公司股东和管理层之间存在代理成本(Jensen and Meckling，1976)，面向少数投资者的私募发行会提高公司所有权集中度，随着股权集中度提高公司股东会产生更强的监督动机(Shleifer and Vishny，1986)，因此私募发行的一个重要作用就是增强了外部股东对公司管理层的监督(Wruck，1989)。此外，由于私募发行都有明确的限售期，认购私募发行股份的投资者在短期内无法实现“用脚投票”，外部股东基于维护自身利益考虑也会主动监督管理层(Kahn and Winton，1998)。在前人研究的基础上，Wu(2004)以美国股市高科技类上市公司为研究对象，实证研究发现，私募发行公司比公开发行公司的信息不对称程度更高，

而认购私募发行股份的投资者并没有比公开发行股份的投资者有更强的动机监督管理层，当公司管理层认购公司私募发行股份时会享有更大的发行折扣。Wu(2004)的研究进一步实证了信息不对称而非监督动机是公司决定私募发行的主要动因。

Cronqvist and Nilsson(2005)通过配股与私募发行的对比分析将公司股权再融资方式选择问题的研究推向深入。他们以1986－1999年瑞典上市公司为研究对象，将公司的再融资方式细分为非承销配股、承销配股、对原股东私募融资和引入新股东私募发行四种方式。通过实证研究发现，家族控制企业为了避免控制权稀释和减少更多的外部监督，在选择再融资方式时首先考虑如何维护控制权利益，这在家族控股比例较低的企业尤其明显。比如，引入新股东的私募发行一方面改变了公司原有的股权结构，同时也会增强对公司的外部监督，这使得很多家族控股企业从自身利益角度考虑更愿意选择非承销配股融资。虽然私募发行是非上市公司重要的融资来源(Fenn et al.，1997)，而且私募融资的发行成本也较其他融资成本更高，但是为什么还有大量的上市公司选择私募融资呢？Cronqvist and Nilsson(2005)研究认为私募融资可以减少公司的道德危险和逆向选择成本。通过向特定对象私募发行引入新的关联投资者(如商业合作者等)可以更好地在产品市场建立战略同盟。同时，减少由于信息不对称而产生的逆向选择成本也是决定公司再融资方式的重要因素。在有关公司价值信息不对称程度较低的情况下，公司会选择直接成本最小的非承销

配股融资；随着信息不对称程度增强，公司将选择承销配股的融资方式，利用投行自身的声誉减轻信息不对称程度进而保证融资顺利实现；而当信息不对称程度极其严重的情况下，公司只能采取对原股东私募融资，因为原有股东相对外部投资者而言可能更了解公司的真实价值。

在国内，有关上市公司股权再融资方式选择的研究并不多见。原红旗(2003)最早对国外"SEO 发行之谜"相关理论做了较全面的介绍与研究，并分别从代理成本、交易成本、信息不对称、逆向选择成本和控制权五个角度对西方学者的研究成果进行了梳理和总结。李康等(2003)结合当时中国资本市场的制度特点，从配股和增发对非流通股股东、流通股股东等各相关利益主体的财富损益角度论证了在股权分置下配股比增发更易于保护中小投资者利益。同样是在股权分置的背景下，王亚平等(2006)在比较增发和配股两种股权再融资方式对股票市场价格的影响以及相关的融资成本大小的基础上，验证了中国资本市场也存在"股权融资之谜"，并利用"股票市场择时性"实证检验了上市公司的增发融资行为。管征等(2008)利用修正的 Wu and Wang(2002)模型对中国上市公司再融资行为进行了理论分析，认为增发是上市公司再融资首选方式，但从改善外部流通股股东利益和提高市场效率角度来说，应该提倡采用配股融资。

2.2 定向增发宣告效应与折价率

上市公司股票发行的折价问题一直是公司财务融资领域关注的热点问题。一般来说,股票发行折价现象既包括首次公开发行(IPO)抑价,也包括股权再融资(SEO)折价。国外学者在20世纪70年代起就开始关注美国股市新股IPO抑价现象(Reilly and Hatfield,1969;Logue,1973;Ibboston,1975)。此后,大量的实证研究进一步证实IPO抑价是全球股市普遍存在的现象,并且新兴市场国家的IPO抑价普遍高于成熟市场国家(Loughran et al.,1995;Ritter,2003)。针对IPO抑价现象,许多学者尝试从信息经济学和行为经济学等不同的角度进行理论解释,比较有代表性的观点包括基于信息不对称理论的赢者诅咒假说(Rock,1986;Beatty and Ritter,1986)、投资银行垄断假说(Baron and Holmström,1980;Baron,1982)、信号假说(Allen and Faulhaber,1989;Welch,1989;Grintblatt and Hwang,1989);基于完全信息理论的规避法律诉讼假说(Tinic,1988;Hughes and Thakor,1992)、承销商声誉假说(Chemmanure and Fulghieri,1994;Cater et al.,1998),基于控制权理论的所有权分散假说(Brennan and Franks,1997),以及基于行为金融学视角的前景理论假说(Loughran and Ritter,2002)、投资者情绪假说(Derrien,2005;Junqvist et al.,2006)等。

和IPO抑价相同,私募发行同样存在折价并也被众多学者证实。SEC(1971)的报告中指出无记名股票(unregistered shares)的私募发行平均折扣率大概为30%,随后有学者发现无记名股票的私募发行折扣率超过50%(Friedlob,1983;Johnson and Racette,1981)。Wruck(1989)和Silber(1991)也在研究中发现了私募发行存在一定的折扣率,大约在30%左右。Chen(2002)对新加坡股票市场进行研究发现私募发行的折扣率大约为3.87%。与公开增发新股负的宣告效应相反,股票市场对私募发行宣告存在正的财富效应。Wruck(1989)发现宣告期的平均累计超额收益为4.5%;Hertzel and Smith(1993)的研究发现宣告日前3天至宣告日的累计超额收益为1.72%,显著为正;Barclay et al.(2001)则发现宣告前后3天私募发行的累计超额收益为2%。Wu et al.(2005)对中国香港股票市场的私募发行进行研究发现宣告日平均累计超额收益为3.51%。对于私募发行的高折价率及正向宣告效应,理论界存在以下几种解释:

1. 监管效应(monitoring effect)假说

Wruck(1989)以1979－1985年美国股市99家采取私募融资的上市公司为样本,考察了私募发行宣告效应与公司股权集中度、投资者意愿控股和管理者意愿控股三者之间的关系。研究发现,与公开发行负的宣告效应不同,私募发行宣告期可以获取4.5%的超额收益。同时,Wruck(1989)认为私募发行折价是对于私募投资者认购股份后为

公司提供建议或者监督服务所花费成本的一种补偿，而私募宣告后公司价值的变化与所有者集中度的变化有很大的关系，其研究发现私募发行后股权结构发生了变化，增量股权的外部监督会促使管理层改善业绩，说明正的宣告效应是投资者参与监督的结果。然而，Barclay et al.（2007）和 Wu（2004）对于美国市场私募投资者的研究发现这些投资者通常在认购私募股份后并没有积极参与监督。

2. 信息不对称（asymmetric information）假说

根据信息不对称理论，管理层代表现有股东的利益而且相对于投资者来说对于公司价值的信息处于更有利的地位，股票发行将被市场认为是公司价值被高估的选择（Myers and Majluf，1984）。当向新的投资者转移的价值超过现有股东从公司新增加价值中获得的部分时，具有好的投资机会但面临资金约束的公司将会选择不发行股票，放弃好的投资机会，从而导致“投资不足”（underinvestment problem）。假如管理层能够不计成本地向市场传达私有信息，投资不足问题就不复存在。

Hertzel and Smith（1993）选取 1980－1987 年美国股市 106 个私募发行样本，从信息不对称视角考察了私募发行折价及其宣告效应。他们在 Myers and Majluf（1984）模型的基础上进一步扩展，指出管理层放弃公开发行融资及私募投资者愿意认购公司股份向市场传达了管理层认为公司价值被低估的信号，因此私募发行可以缓解价值被低估的

公司有可能发生的投资不足问题,减少财富向新股东的转移。同时,他们发现私募发行折价与私募投资者获取公司价值信息的成本及预期收益的代理变量正相关,说明折价是给予私募投资者评估公司价值引致的成本补偿。当公司的价值较难评估时,投资者必须耗费更多的成本来判断公司的真实价值,这将要求公司给予更大的发行折价。与 Morck et al. (1988)研究发现大公司的股权结构效应更显著的结论一致,Hertzel and Smith(1993)认为,对于小公司来说,信息效应比监管效应更能解释私募发行的折价问题。

3. 巩固控制权(managerial entrenchment)假说

监管效应假说和信息不对称假说的前提是管理层代表现有股东的利益,然而却无法很好地解释公司私募发行后长期业绩下降的问题。Barclay et al. (2007)选取 1979 - 1997 年美国股市 594 家上市公司的私募发行样本数据,研究发现 493 家公司(占全部样本的 83%)选择消极投资者(passive purchaser)作为私募发行对象,由于大多数消极投资者购买公司私募发行股份后,很少进入公司董事会参与公司日常事务,而且也不会对管理层的不当行为提出批评,公司通过向此类投资者发行股票可以帮助管理者巩固他们的控制权。当消极投资者购买公司增发股份时,公司股价往往表现不佳,相反,只有积极投资者(active purchaser)购买公司私募发行股份时,才会产生正的宣告效应。

与其他投资者相比,养老基金、风险投资基金等机构投资者与公

司联系紧密并且有更强动机监督管理层（Karpoff，1999；Admati and Pfleiderer，1994；Sahlman，1990），然而 Wu（2004）研究发现，在美国资本市场上，公司私募发行后，养老基金、风险投资基金等机构投资者的持股比例较之前有所下降，并且管理层认购私募发行股份要比管理层不认购时的折扣更大，特别是在管理层持股比例较低的公司更是如此，间接证明私募发行更有利于维护管理层的控制权。

4. *投资者过度乐观（investor overoptimism）假说*

Marciukaityte et al.（2005）以 1979－1996 年美国股市 513 家私募发行公司为样本，通过对比公司特征，研究发现选择私募发行的公司往往是那种成立时间较短、规模较小的公司，这些公司拥有较高的研发支出，并处于快速成长期，募集资金投资的项目未来收益存在很大的不确定性。推测理论（projection argument）认为投资者通常根据过去市场表现优秀的公司来预测那些成长机会存在不确定公司的未来市场表现。当股票市场中公司的市场表现超预期越多时，投资者越容易出现过度乐观，并认为私募发行后公司未来的市场表现也会更好。Marciukaityte et al.（2005）以私募发行前市场表现优秀的公司数量增减作为投资者乐观情绪的代理变量。研究发现，在私募前股价表现好的公司在私募宣告期短期市场反应也非常好，而宣告后股价长期表现却显著较差。而实施私募发行的公司大多是那些不确定性成长机会在公司价值中占很大比例的公司，投资者过于依赖于从其他可参照公

司的近期市场表现来推断具有不确定性成长机会的私募发行公司的未来业绩。他们进一步证实了市场的乐观倾向越高,私募公告的短期市场反应越强,长期市场表现越差。

此外,Krishnamurthy et al.(2005)选取1983 - 1992年美国股市397家私募发行公司,通过将认购公司私募发行股份的投资者分为关联投资者(affiliated investors)[①]与非关联投资者(unaffiliated investors),并根据发行公司是否面临财务困境(financially distressed)进行分类,考察了投资者身份、公司特征与私募发行的宣告效应及折扣率之间的相互关系。研究发现,无论私募发行的对象是关联投资者还是非关联投资者,都会产生正的宣告效应(3.68%和1.39%),但非关联投资者认购私募股份的折扣率(21.33%)要大于关联投资者(13.15%),这与前人研究认为向公司内部人私募发行会享受更大折扣的结论相悖。

除了研究美国资本市场的私募发行外,很多学者也开始逐步关注和研究其他国家和地区资本市场的私募融资行为。Kato and Schallheim(1993)利用日本股市私募发行数据,研究发现私募发行宣告期会产生5%的超额收益,通过对发行公司进行分类后发现,属于同一财团的公司在宣告期前后都存在正的超额收益,而非同一财团的公司私募

① 所谓关联投资者主要是指那些更了解公司真实价值及未来现金流的投资者,主要包括以下列示中的一类或多类:公司管理层及董事会成员;公司管理层及董事会成员的关系人;公司的咨询顾问或律师代表;公司当前的主要股东;与公司相关联的公共机构以及与公司达成产品市场协议的其他公司等。

宣告后股价会出现下跌。

Wu et al. (2005)通过对中国香港股市数据的分析发现无论是私募发行还是公开发行都存在正的宣告效应,但私募发行的宣告效应要大于公开发行。与美国市场较高的私募折扣不同,中国香港市场私募发行的平均折扣率仅为5.75%。通过横截面回归分析,发现私募发行的宣告效应与公司成长机会的不确定性显著相关,对于信息不确定性越大的高成长性公司,其私募发行的宣告效应也越大。此外,私募发行还存在显著的规模效应,即发行公司的规模越小(对于公司成长机会的信息不对称程度越大),宣告效应越大。

Chen(2002)以新加坡股市中的私募发行公司为研究样本,发现私募发行宣告当日有-0.84%的超额收益,且宣告期的累计超额收益为负值,Chen(2002)认为这与新加坡市场私募发行对象只能是外部股东的制度背景有关。由于私募发行后公司董事和原有股东的持股比例下降向市场传递了一个消极信号,因此新加坡股市的私募发行会产生负的财富效应。

Anderson et al. (2006)研究了新西兰股市中的私募发行价格与宣告效应之间的关系。研究发现新西兰股票市场中的私募发行宣告当日没有显著超额收益,但宣告日前已有3.94%累计超额收益。由于在新西兰市场公司私募发行没有限售期束缚,因此 Anderson et al. (2006)认为私募发行价格相对于市场价格的折扣程度传递的是股票市场对公司前景和风险的信息,并通过实证检验发现私募发行的宣告

效应与发行价格显著正相关，即溢价发行公司有正的财富效应，而折价发行公司的宣告效应也显著为负。

Renneboog et al. (2007)研究了英国股票市场的私募发行情况，发现私募发行公司宣告日前可获得40%的超额收益，宣告日当天可获得30%的超额收益。他们从税收优惠(tax benefits)、激励机制(incentive)、控制权因素(control reasons)、自由现金流变化(free cash flow reduction)、交易成本降低(transactions cost reduction)、接管风险(takeover defences)、价值低估(undervaluation)和财富转移(wealth transfers)等方面来寻找私募发行宣告效应的影响因素。通过实证检验，Renneboog et al. (2007)认为私募发行的财富效应与发行前目标公司的价值被低估以及未使用的债务资本导致额外的税盾效应有关，而与预期的自由现金流减少和公司面临的接管风险无关。

目前国内研究定向增发宣告效应及折扣率的文献已渐进增多。章卫东(2007)以2005年5月至2007年3月发布定向增发预案的231家公司为研究样本，通过实证研究发现上市公司定向增发在宣告期会产生正的财富效应，并且实现集团公司整体上市的宣告效应要好于其他类型定向增发的宣告效应。

郑琦(2008)对2006年6月至2007年10月发生的157个定向增发样本进行研究，发现机构投资者的参与显著提高了发行价格，而完全向大股东进行定向增发的发行相对价格较低。这一结论表明，当只有大股东参与定向增发时，公司可能制定不合适的发行价格向大股东

输送利益，而机构投资者的参与可使定向增发过程更加市场化，在一定程度上能维护投资者的利益。

章卫东和李德忠（2008）以2005年5月至2007年12月宣告定向增发预案的200家公司为研究样本，实证检验上市公司定向增发折扣率的影响因素。研究发现定向增发折扣率与股东身份和宣告期的超额累计收益率有关。上市公司控股股东及关联投资者作为发行对象时，定向增发的折扣率要比非关联投资者认购时更低，同时还发现定向增发折扣率与宣告期的超额累计收益率负相关。

张鸣和郭思永（2009）通过2005－2007年完成定向增发的194个有效样本，从大股东机会主义行为视角研究了上市公司定向增发的折价水平与宣告效应。实证研究发现定向增发的折价水平与大股东定向增发之前持股比例与认购比例之差显著负相关，大股东通过定向增发转移财富的水平与宣告期市场反应显著负相关。作者认为定向增发折价反映了大股东为了自身利益而从上市公司转移财富的机会主义行为。

刘碧波（2009）以2006－2008年实施定向增发的257个数据为研究样本，理论推测在多期假设下，大股东对上市公司的支持和利益输送预期可以同时存在。通过实证检验发现，定向增发的积极宣告效应是大股东支持效应和利益输送预期的净效果。定向增发发行折价代表了大股东支持效应的规模，不能够衡量定向增发利益输送的大小。

除了实证研究以外，也有很多学者通过案例研究探析我国上市公

司定向增发的折扣率及其宣告效应。朱红军等(2008)以驰宏锌锗对大股东的定向增发为例,指出由于管理层的机会主义行为,当增发对象为大股东时,大股东可以通过在基准日前停牌、操纵利润、释放利空消息等措施来抑制股价,从而达到低价增发的目的。邓路和黄欣然(2009)通过对中国船舶资产注入的案例研究,发现以资产注入为主要目的的定向增发,在宣告期可以为投资者带来显著正的财富效应,并在一定程度上提升了公司价值。

2.3　定向增发长期市场表现

除股票发行折价外,上市公司股权再融资后的长期市场表现也是公司财务融资领域关注的焦点。国外学者的大量研究发现,对于实施股权再融资的上市公司不仅存在短期负的宣告效应(Asquith and Mullins,1986;Masulis and Korwar,1986),而且其发行期后长期的业绩表现也低于不发行股票的公司(Spiess and Affleck - Graves,1995;Loughran and Ritter,1997)。Loughran and Ritter(1997)试图用机会之窗(windows of opportunity)的观点解释股权再融资长期业绩之谜,由于市场存在着非理性投资者,当公司管理层发现市场上投资者的乐观情绪导致公司的价值被高估时,公司会利用这一时机增发新股。

私募发行与公开发行通常有相反的市场表现。一般来说,公开发

行往往伴随着负的宣告效应,而私募发行却会产生正的宣告效应。在私募发行正的宣告效应之后,其股价的长期市场表现如何?行为金融理论对此有不同的观点:①投资者过度乐观(investor overoptimism)导致私募发行后股价长期低迷。心理学研究表明人们普遍存在过分看重当前经验的心理特征(Kahneman and Tversky,1982),股票发行后公司股价表现不佳是由于投资者高估了上市公司股票发行前的业绩(Loughran and Ritter,1997)。②投资者反应不足(investor underreaction)使得私募发行后股价长期上涨。该假说认为由于投资者过度自信易于高估自身掌握的私有信息,致使在事件公告期股票价格并没有反映所有公开信息,随着新的公开信息缓慢地反映到股票价格上,股价的长期走势应与公告期股价变动方向一致。目前,国外学者对私募发行后公司股价长期市场表现的解释主要集中在以下几个方面:

1. 投资者过度乐观(investor overoptimism)假说

Hertzel et al.(2002)以1980-1996年美国股票市场上619家私募发行公司为研究样本,在控制了公司规模(Size)和账面市值比(BM)后发现私募发行公司三年期买入持有超额收益(BHAR)为-23.8%,这与美国股市IPO后长期弱势大体相同。同时,他们发现私募发行公司经行业调整后的ROA在私募发行前后六年时间内持续为负值,并且私募发行后三年的ROA要比发行前更低。Loughran和Ritter(1997)发现公司股票发行宣告效应与发行前资本支出正相关,

并认为这是由于投资者或管理层对公司未来成长机会过度乐观的结果。Hertzel et al. (2002)采用类似的方法,发现私募发行公司经行业调整后的资本支出和研发费用支出在私募发行前后都高于其他公司。由于私募发行后公司经营业绩并没有显著改善,并且还伴随着较高的资本支出,因此,Hertzel et al. (2002)认为私募发行后公司股价长期弱势现象更符合投资者过度乐观假说。同时,他们还对私募发行折扣率提出了新的解释,认为私募发行折扣反映了知情投资者对公司真实价值的评估。

根据 Tversky and Kahneman(1974)提出的可获得性启发(availability heuristic),很多时候人们只是简单地根据信息获取的难易程度来确定事件发生的可能性,容易令人联想到的事件会让人误以为这个事件常常发生。当市场上其他公司股价上涨越多时,投资者将会误以为那些未来成长机会不确定性较大的私募发行公司未来股价也会超预期表现。Marciukaityte et al. (2005)发现私募发行后公司三年期和五年期长期累计超额收益分别为 -32.8% 和 -58.8%。他们以私募发行前市场表现优秀的公司数量的增减作为投资者乐观情绪的代理变量。研究发现,市场的乐观倾向越高,私募发行宣告的短期市场反应越强,而私募发行后公司长期市场表现越差。

2. 市场择时(market timing)假说

Chen(2002)对新加坡股票市场上市公司实行私募融资后的股票

长期累计超额收益进行了研究,结果发现私募发行后公司股票长期累计超额收益表现不佳,特别是对于小公司和高账面市值比的公司,这种长期业绩不佳尤其严重。这表明对于小公司和成长性差的公司管理层来说,他们有动机在公司股票价值出现暂时高估的情况下选择私募发行。他们还发现发行公司股权集中度的变化与长期股票业绩呈正相关关系,结论与“利益趋同假说”(alignment - of - interests hypothesis)相一致,说明管理层持股有利于管理层与外部股东之间的利益趋同,减少管理层在职消费、剥夺股东财富等非价值最大化的行为动机。最后,他们对于操控应计项目的研究不支持“盈余管理假说”(earnings management hypothesis)。

3. 投资者身份(investor identity)假说

与公开发行不同,私募发行的对象往往是单一或是少数投资者,他们可能比其他中小投资者更了解公司的真实价值(Kang et al.,1999),根据认购私募股份的投资者身份进行分类,分析不同类型的投资者认购私募增发股份后公司股价的长期变化是否存在差异可以进一步检验投资者身份假说对私募发行公司股价长期市场表现的解释力度。

Krishnamurthy et al.(2005)将美国股市中认购公司私募发行股份的投资者分为关联投资者(affiliated investors)与非关联投资者(unaffiliated investors),研究发现私募发行后公司股价的长期累计超额收益

与投资者类别有很大关系。由于关联投资者的鉴证效应(certification effect),当私募发行对象为关联投资者时,会产生显著为正的宣告效应以及正的长期累计超额收益。当发行公司为非财务困境公司且发行对象为非关联投资者时,不会产生显著的正宣告效应但却伴随负的长期累计超额收益。对于上述现象,Krishnamurthy et al. (2005)给出的解释为这些公司放弃本应该选择的公开发行而选择向消极投资者私募发行,由于短期反应不足才导致长期累计超额收益为负。随后,Barclay et al. (2007)的研究发现,公司向消极投资者出售增发股份时,公司长期股价表现不佳,因此,为了能够保证私募发行顺利完成,公司往往采取折价方式出售增发股份。

与 Krishnamurthy et al. (2005)关注的视角不同,Hertzel et al. (2006)以1980-1996年美国股市私募融资宣告后公司股东中的机构投资者持股比例发生变化的357家公司为研究样本,实证检验了机构投资者持股比例变化与私募发行公司长期业绩之间的相关关系。研究发现,私募发行后公司股价长期弱势主要集中在那些机构持股比例下降的公司,而机构持股比例上升的公司股价长期表现相对较好,同时公司经营业绩的变化也与机构投资者持股比例变化正相关,并且上述两类公司的长期市场表现存在显著差异。他们的研究表明机构投资者有能力利用自身的信息优势识别私募发行公司的真实价值,证实了 Gibson et al. (2004)提出的机构投资者是"了解内情人"(smart money)假说。

4. 成长机会(growth opportunities)假说

Chou et al. (2009)将美国股市 1980－2000 年发生的 371 家私募融资公司按照成长机会(Tobin's q)分为两类,研究发现私募发行后公司股票长期弱势主要集中于高 Tobin's q 公司,而低 Tobin's q 公司则没有出现显著的业绩不佳,这与 Hertzel et al. (2002)认为私募发行后公司股价长期超额收益和经营业绩都相对较差的观点不同。对于高 Tobin's q 公司私募发行后长期业绩不佳的现象,他们提出三种假说分别验证,最终发现作为投资者情绪代理变量的发行前累计超额收益率(run－up)和分析师盈余预测修正(analyst's earnings forecast revisions)两个指标与私募发行公司的成长机会显著正相关,并且上述两个代理变量在高 Tobin's q 公司和低 Tobin's q 之间差异显著。因此,Chou et al. (2009)认为投资者对高成长性公司未来盈余预期过度乐观是导致高 Tobin's q 公司私募发行后长期业绩表现不佳的重要原因。

最后要说明的是,私募发行的市场"异象"到底是因为市场定价错误,还是由于股票长期超额收益计算方法有偏差,目前学术界对此仍有争议。有效市场假说(efficient markets hypothesis)的缔造者和维护者 Fama(1998)认为市场异象的发生与学者采用的计算股票超额收益的技术方法有关,如果改变检验方法,这些"异象"可能就会消失。由于对股票收益长期表现的检验都可能遇到模型设定偏误(model mis-

specification)问题(Fama,1998),这就引起有关如何正确衡量股票回报方法的讨论。

计算股票超额收益的前提是对正常收益的合理估计,这就是Fama(1970)所强调的联合检验问题。Barber and Lyon(1997)比较和评价了在计算长期超额收益时经常使用的三个衡量正常回报率的决定模型:参考组合法、控制公司法以及 Fama – French 的三因子模型[①],并认为三种方法各有利弊,与参考组合法相比,控制公司法计算超额收益偏差较小,而三因子模型的主要优点在于当样本公司 Size 或 BM 不存在时也可以求出超额收益。

检验股票价格的长期超额收益,目前较为流行的两种计算方法分别是:累计超额收益(cumulative abnormal return,CAR)和购买持有超额收益(buy – and – hold abnormal return,BHAR)。究竟哪种算法更优,学术界尚未达成一致意见。Barber and Lyon(1997)通过模拟的方法比较了上述两种计算长期超额收益方法的差异,最终推荐采用基于控制公司法的 BHAR 来计算股票的长期超额收益。然而,Fama(1998)则反对使用 BHAR 方法,认为 BHAR 的复合效应(compounding effect)加剧超额回报估计的偏差[②],推荐在计算股票的长期超额收益时使用日历时间的回归方法(calendar – time portfolio approach)。[③]

---

① 其中,参考组合法主要包括 Size 组合、BM 组合、Size/BM 组合、市场指数等;控制公司法主要包括 Size 匹配、BM 匹配、Size/BM 匹配等。

② 由于 BHAR 是复合计算过程,因此不像 CAR 一期的偏差只影响当期,BHAR 的某一期偏差会影响到之后所有期间的超额回报。

③ 日历时间的回归方法由 Jaffe(1974)和 Mandelker(1974)最早提出。

Mitchell and Stafford(2000),Brav and Gompers(2000)支持在计算长期超额收益时采取日历时间方法。而 Loughran and Ritter(2000)认为日历时间方法对每个时期给予平均的权重,不利于发现管理层对事件的自选择(self - selection)造成的长期超额收益。Lyon et al.(1999)研究发现,CAR 和 BHAR 两种方法在随机样本的情况下,均能对长期超额收益进行可靠的计量,但是在样本非随机的情况下存在设定错误。虽然到目前为止,检验股票长期超额收益的方法还没有公认的一致结论,但这丝毫没有影响国内外学者对股票长期超额收益现象的深入研究。

国内有关公司融资后股价长期市场表现的研究多集中在 IPO 后公司股价的长期走势方面,但学术界对中国资本市场是否存在 IPO 长期弱势现象尚有争议。由于衡量长期超额收益所采用的样本区间、计算方法以及正常收益基准选择的差异,不同学者对中国股市 IPO 后股价长期表现是强势还是弱势存在不同的看法,大部分学者认为中国股市 IPO 后公司股价存在长期强势,投资新股意味着可以获取超额收益(王美今和张松,2000;刘力和李文德,2001;杨丹和林茂,2006),上述结论与国外研究发现的 IPO 长期弱势表现存在明显的差异。然而,也有一些学者发现中国股市部分品种(如 B 股)以及部分年度 IPO 后公司股价存在弱势现象(陈工孟和高宁,2000;江洪波,2007)。

目前有关中国股市 SEO 后公司股价超额收益的研究相对较少。王亚平等(2006)以 1999 - 2003 年在沪深两市实施 SEO 的 A 股上市

公司为研究样本,通过比较增发和配股两种再融资方式对股票市场价格的影响,研究发现增发和配股都存在负的宣告效应,并且增发负的宣告效应大于配股公司,同时还发现公司增发融资宣告后公司股价存在长期低绩效,并且增发的长期绩效也低于配股公司。毛小元等(2008)以1999－2005年中国A股市场所有配股公司为样本,采用日历时间回归方法考察了配股后的股票长期收益。研究发现,配股样本主要集中于大公司,配股样本的股价走势与大公司股价走势具有协同变化的特征,配股后股票收益的长期低绩效并不是配股公司所特有的现象。

除了探析SEO后公司股价的长期市场表现外,也有一些国内学者从会计绩效角度研究了SEO后公司的长期业绩表现。目前,大多数国内学者研究发现都证实了配股后存在公司业绩下降问题,但是对于业绩下降的原因不同学者提出了各自不同的观点。陆正飞和魏涛(2006)研究了1998－2001年中国上市公司首次配股后会计业绩下降的现象。实证结果表明,无后续融资行为的公司配股后业绩下降且操控性应计利润在配股后发生反转,他们认为在配股前管理层的盈余管理行为是公司配股后业绩下降的原因之一。杜沔和王良成(2006)以1998－2000年实施配股的上市公司为研究样本,采用总资产经营活动收益率(OPA)来衡量公司配股后的业绩,实证研究发现公司在配股后的业绩(OPA)和配股前相比,出现显著的恶化,并且公司配股后业绩下降的幅度显著大于配比公司。同时发现公司配股前的自由现金流

量与其配股后的业绩显著负相关，他们的结论支持自由现金流假说。

2.4 对现有文献的简要评价

国外学者在股权再融资领域已取得丰硕理论成果的背景下对公司私募融资行为进行了较为系统的研究，无论是公司私募融资选择，还是私募融资的宣告效应和折扣率，以及私募融资后公司股价的长期市场表现及经营业绩的变化等方面都为我们研究中国资本市场的定向增发融资行为提供了富有价值的理论研究成果。但我们也应该清醒地看到，国外学者对公司私募融资行为的研究基本上是在成熟资本市场的背景下进行的，而中国资本市场刚刚完成股权分置改革，目前正处于"新兴加转轨"的快速发展时期。因此，只有将国外已有的较为成熟的理论与中国特殊的制度背景和市场背景相结合，才能更好地系统研究和真正理解中国上市公司的定向增发融资行为。

然而，纵观国内目前的研究现状，与国外已有的理论成果相比，尚存在较大的研究差距，主要表现在以下几个方面：

1. 缺乏从股权再融资方式选择视角将上市公司定向增发与公开发行进行对比的研究。国外学者对公司股权再融资方式选择问题的研究已经从配股与公开增发对比研究深入到私募发行，随着研究的深入推进，呈现了很多富有价值的研究成果。而国内学者目前对该领域

的研究仍然停留在配股和公开增发两种融资方式的简单对比上，大多采用的是理论推理，仅有的实证检验也是基于原有的股权分置的制度背景。将定向增发与公开发行对比研究，可以更好地探析全流通时代上市公司定向增发的行为动机。

2. 虽然目前已有较多文献开始关注上市公司定向增发的宣告效应及其折扣率问题，但缺乏令人信服的研究结论。由于不同学者衡量宣告效应时选用的事件窗口期混乱，而且计算折扣率选定的标准不一，忽视中国定向增发的特殊制度背景[①]而简单地用市场数据与国外研究对比是目前定向增发领域研究存在的主要问题。

3. 目前尚未看到系统研究中国资本市场上市公司定向增发长期市场表现的相关文献，同时也较少有涉及定向增发后公司经营业绩变化的深入研究。股权再融资后的长期市场反应一直是公司融资领域关注的焦点，随着时间的推移和研究样本的逐渐积累，目前已基本具备研究定向增发长期市场表现的条件。通过系统研究上市公司定向增发后股价的长期超额收益及公司长期业绩的变化可以进一步丰富中国资本市场公司股权再融资领域的研究成果。

① 例如，中国上市公司选择定向增发时的定价基准日有三个参考标准，由于监管机构规定定向增发发行价格下限，因此在中国股市定向增发的折扣率可以分解为发行折扣和市场折扣。

第3章 制度背景

中国资本市场创建于20世纪90年代初期，伴随着过去20年的不断改革、发展与创新，上市公司股权融资发生了许多重大的制度性变革。新股发行制度依次经历了3个主要阶段，即从1990年末至1999年7月的“审批制”，到1999年7月至2004年2月的“核准制”，再到2004年2月至今的“保荐制”。与此同时，股权再融资方式也随着资本市场规模的不断扩大而渐进推新。

在20世纪90年代中期，配股作为当时资本市场唯一的再融资方式为实现上市公司后续融资发挥了重要作用。1998年起，公开增发作为资本市场另一个再融资渠道开始被上市公司所采纳，并在2001年以后逐渐替代配股成为资本市场主要的再融资方式。然而，由于此后几年股票市场的长期低迷，很多上市公司纷纷放弃配股和增发而转

表3－1　1993－2009年上市公司股权再融资一览表

年份	股权再融资总计		配股			公开增发			定向增发			可转换公司债券		
	公司数量	金额（亿元）	公司数量	金额（亿元）	比例（%）	公司数量	金额（亿元）	比例（%）	公司数量	金额（亿元）	比例（%）	公司数量	金额（亿元）	比例（%）
1993	60	72.63	60	72.63	100.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1994	56	47.76	56	47.76	100.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1995	71	55.96	71	55.96	100.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1996	42	73.92	42	73.92	100.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1997	107	258.61	107	258.61	100.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1998	156	387.78	147	353.81	91.24	7	30.47	7.86	0	0	0	2	3.5	0.90
1999	125	350.58	120	285.06	81.31	4	50.52	14.41	0	0	0	1	15	4.28
2000	184	741.13	161	513.43	69.28	21	199.2	26.88	0	0	0	2	28.5	3.85
2001	116	542.86	96	356.24	65.62	20	186.62	34.38	0	0	0	0	0	0
2002	53	259.38	20	53.69	20.70	28	164.19	63.30	0	0	0	5	41.5	16.00
2003	55	358.6	24	62.51	17.43	16	114.59	31.95	0	0	0	15	181.5	50.61
2004	46	474.24	22	102.85	21.69	11	158.36	33.39	0	0	0	13	213.03	44.92
2005	5	271.22	1	1.42	0.52	4	269.8	99.48	0	0	0	0	0	0
2006	66	1096.07	3	11.52	1.05	6	102.3	9.33	50	938.38	85.61	7	43.87	4.00
2007	180	3684.99	7	232.54	6.31	30	675.03	18.32	133	2670.94	72.48	10	106.48	2.89
2008	143	2494.8	8	139.49	5.59	28	518.23	20.77	102	1759.88	70.54	5	77.2	3.09
2009	148	3155.1	10	105.98	3.36	14	261.69	8.29	118	2740.82	86.87	6	46.61	1.48

注：表中“比例”是指融资比例，即各类股权融资金额/股权再融资总额。

资料来源：根据Wind数据库相关数据整理。

向发行可转换公司债券融资，可转换公司债券开始得到上市公司的关注并在实践中不断调整和完善。

随着股权分置改革的渐进完成，2006年5月推出的定向增发，作为全流通时代创新型融资工具，目前已经取代其他股权融资工具，成为上市公司最重要的再融资方式。表3－1列示了中国资本市场成立以来各类股权再融资历年发行情况。

3.1　上市公司股权再融资的制度演进

3.1.1　上市公司配股融资的政策演变

中国资本市场建立初期，配股作为最早的再融资方式就已出现。由于没有相关的制度规范，上市公司早期的配股行为存在很大的随意性。为了规范上市公司配股行为，1993年，中国证监会颁布了《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》，明确提出上市公司实施配股必须符合以下条件：距前一次发行股票的时间间隔不少于12个月；公司连续2年盈利；本次配股募集资金的用途符合国家产业政策规定；本次配售的股份总数不超过公司原有总股本的30%；配售发行价格不低

于本次配股前最新公布的该公司财务报告中每股净资产值。[①] 虽然上述规定明确了上市公司实施配股融资必须符合盈利条件，但由于对盈利具体指标没有细化，上市公司随意配股行为仍时有发生。

针对上述问题，1994 年，中国证监会颁布《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》，要求实施配股的上市公司除满足在最近 3 年内连续盈利外，还需满足最近 3 年公司净资产税后利润率平均在 10% 以上，属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低于 10%；同时要求公司配股募集资金后，预期的净资产税后利润率达到同期存款利率水平。[②] 这是监管机构首次对拟配股上市公司的净资产收益率指标提出具体要求。此后，上市公司为了达到配股资格，千方百计在净资产收益率上做文章，甚至大肆采取盈余管理来实现"10%"的目标，上市公司净资产收益率"10%"现象由此产生。此后几年，随着股市行情不断震荡走高，上市公司配股融资也达到顶峰。

1999 年，中国证监会颁布《关于上市公司配股工作有关问题的通知》，开始逐渐放宽对净资产收益率要求，将原来的最近连续 3 年净资产收益率不低于 10% 改为 3 年平均净资产收益率不低于 10%，任何一年净资产收益率不得低于 6%。并且对农业、能源、原材料、基础设施、高科技等国家重点支持行业的上市公司，配股时只要满足过去 3 年的平均净资产收益率不低于 9% 即可。同时对配股比例也进行了适

---

① 具体内容参见：《证监会关于上市公司送配股的暂行规定》（证监上字（1993）128 号）。
② 具体内容参见：《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》（证监发字（1994）131 号）。

度放松，对于配股募集资金用于国家重点建设项目、技改项目的，可不受配股比例不得超过30%的限制。①

2001年，中国证监会相继出台了《上市公司新股发行管理办法》和《关于做好上市公司新股发行工作的通知》，进一步放松了配股公司的净资产收益率指标，将最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%作为上市公司实施配股的条件。为了减少公司配股前的盈余管理行为，对净资产收益率的计算做了重新规定，即扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。此外，还规定对公司具有实际控制权的股东全额认购所配售的股份，可不受配股比例不得超过30%的限制。②

随着股权分置改革的顺利推进，2006年中国证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》，对股改完成后的上市公司配股条件作出重大修订，其中最大变化就在于取消了原来规定的配股需要达到净资产收益率不低于6%的要求，只要最近3个会计年度连续盈利，并且业务和盈利来源相对稳定的公司就可以实施配股融资。③ 在全流通时代，监管机构之所以放松对公司配股的盈利能力限制，我们认为可能来自于以下两点的考虑：一方面，由于定向增发本身就没有盈利能力的具体要求，因此对配股公司净资产收益率的强制规定就不必成为再融资的必要条件；另一方面，增发融资已经远超过配股融资成为当前上市公

---

① 具体内容参见：《关于上市公司配股工作有关问题的通知》(1999-03-17)。
② 具体内容参见：《关于做好上市公司新股发行工作的通知》(证监发(2001)43号)。
③ 具体内容参见：《上市公司证券发行管理办法》(中国证券监督管理委员会令第30号)。

司再融资的主要手段,如果对配股条件管制过严,会进一步削弱上市公司实施配股的积极性,反而不利于中国资本市场再融资方式多样化并存的格局。总之,回顾中国资本市场配股政策的变化路径,我们发现配股政策的每一次重大调整与修订都是为了更好地满足上市公司再融资的实践诉求以及更好地保护中小投资者的切身利益。

3.1.2 上市公司公开增发新股的政策演变

1998年,申达股份、龙头股份、太极实业、上海三毛、巴士股份和深惠中六家公司伴随着资产重组的增发新股拉开了中国资本市场增发融资的序幕。[①] 然而,早期实施的增发新股还不是真正意义上的再融资手段,只是作为达不到配股资格的上市公司实施资产重组的融资方式。2000年,中国证监会颁布《上市公司向社会公开募集股份暂行规定》,对上市公司的公开增发条件进行了规范,规定增发公司原则上限于以下范围:符合上市公司重大资产重组有关规定的公司;具有自主开发核心技术能力、在行业中具有竞争优势、未来发展有潜力的公司;向社会公开发行股份的比例小于总股本25%或15%(总股本为4亿股以上时)的公司;既发行境内上市内资股,又发行境内或境外上市外资股的公司。同时对公司的盈利能力也作出相关规定,要求增发公司在最近3年内连续盈利,本次发行完成当年的净资产收益率不低于

① 虽然上海石化在1994年曾经发起过面向流通股股东的增发融资,但在实务界一般认为中国资本市场上真正意义的增发新股开始于1998年。

同期银行存款利率水平，且预测本次发行当年加权计算的净资产收益率不低于配股规定的净资产收益率平均水平，或与增发前基本相当。[①]从上述规定可以看出，监管机构对增发主体资格的限定要比配股更严格，但对增发公司的盈利能力要求却比配股低很多，这与当时很多公司主要依赖增发新股实施资产重组有很大关系。

2001年，中国证监会相继出台了《上市公司新股发行管理办法》和《关于做好上市公司新股发行工作的通知》，在放松增发公司主体资格条件的同时，提高了对增发公司盈利能力的要求，规定增发公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%，且预测本次发行完成当年加权平均净资产收益率不低于6%。虽然此次规定明显提高了对增发公司净资产收益率的要求，但是对于平均净资产收益率低于6%的公司，如果满足额外三条规定仍然可以增发新股。[②] 由于增发条件缺乏硬约束，并且对增发公司的盈利能力要求低于当时的配股标准，很多没有资格配股的上市公司或在配股受阻后纷纷转向增发新股，股票市场上很快掀起了上市公司增发热潮。

为了进一步规范上市公司的增发融资行为，减少上市公司大股东滥用增发新股侵害流通股股东利益，2002年，中国证监会颁布了《关于进一步规范上市公司增发新股的通知》，主要从以下两个方面提高了上市公司增发门槛：①进一步提高了对公司盈利能力的要求，规定

① 具体内容参见：《上市公司向社会公开募集股份暂行规定》（证监公司字（2000）42号）。
② 具体内容参见：《关于做好上市公司新股发行工作的通知》（证监发（2001）43号）。

公司最近3个会计年度加权平均净资产收益率不得低于10%,且最近一年加权平均净资产收益率不得低于10%。②限制增发数量,规定筹资额不得超过最近一年末净资产值,增发数量超过公司股份总额20%的,其增发提案还须获得出席股东大会的流通股股东所持表决权的半数以上通过。此后,有关增发新股的政策趋于稳定,但由于市场环境的长期低迷,选择增发新股的上市公司数量逐渐减少。

随着股权分置改革的顺利推进,2006年中国证监会颁布《上市公司证券发行管理办法》,与之前的规定相比,降低了对公开增发公司的盈利能力要求,将原来的要求最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%调整为不低于6%。同时,结合最新的《企业会计准则》(2006)相关内容,要求拟公开增发公司还需满足最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形(除金融类企业外)。此外,还明确规定增发价格应不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。虽然股改前公开增发是很多上市公司实施再融资时的首选方式,但是由于股权分置改革后推出了比公开增发更加灵活便利的新型融资工具——定向增发,目前公开增发在企业再融资中的主导地位已经有所下降。

3.1.3 上市公司发行可转换公司债券的政策演变

1993年,深宝安发行了中国第一支可转换公司债券,由于发行设

计存在缺陷，最终转股失败。此后一段时间，可转换公司债券市场的发展基本处于停滞状态。1997年，中国证监会颁布《可转换公司债券管理暂行办法》，对发行可转换公司债券的主体资格、发行条件等事项作出明确规定。规定除上市公司外，非上市的重点国有企业也可以发行可转换公司债券，这在很大程度上拓展了可转换公司债券的发行主体。对于上市公司，发行可转换公司债券需要满足最近3年连续盈利，且最近3年净资产利润率平均在10%以上（属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但是不得低于7%），发行后资产负债率不高于70%等硬性规定。[①] 从对上市公司的盈利能力要求上看，发行可转换公司债券要比当时配股和增发门槛更高，因此，真正通过发行可转换公司债券实现融资的上市公司相比较少。虽然非上市的重点国有企业也可以发行可转换公司债券，但由于非上市企业存在上市时间和股票价格的不确定性，致使大部分非上市企业发行的可转换公司债券转股基本失败。

2001年，中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，对可转换公司债券的发行条款进行详细规定：可转换公司债券只能按面值发行，每张面值100元，最小交易单位为面值1000元；发行的可转换公司债券期限为3到5年；转股价格的确定应以公布募集说明书前30个交易日公司股票的平均收盘价格为基础，并上浮一定幅度；可转换公司债券自发行之日起6个月后方可转换为公司股票，

① 具体内容参见：《可转换公司债券管理暂行办法》（证委发（1997）16号）。

转股前每半年或一年付息一次;发行人设置赎回条款、回售条款、转股价格修正条款的,应明确约定实施这些条款的条件、方式和程序等。①

随后,中国证监会又颁布了《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》,进一步细化了发行可转换公司债券公司的盈利能力要求,除了满足最近3个会计年度加权平均净资产利润率达到10%以上,还需满足扣除非经常性损益后的净资产利润率均值不得低于6%,如果低于6%,公司应当具有良好的现金流量。② 上述政策文件的出台,为上市公司发行可转换公司债券在法律上扫清了障碍,同时又因2002年以后中国股票市场长期低迷,配股和公开增发融资变得相对困难,发行可转换公司债券遂成为很多上市公司实现再融资的重要手段。

同配股和公开增发一样,2006年中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》中对发行可转换公司债券的具体内容也进行了重大修订。与之前的相关规定相比,本次新增加的内容主要体现在以下几个方面:①降低了对公司盈利能力的要求,将原来要求最近3个会计年度加权平均净资产收益率达到10%以上调整为不低于6%;②调整了债券期限结构,将原来的3到5年期限修改为1到6年;③发债担保

① 具体内容参见:《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(中国证券监督管理委员会令2号)。

② 具体内容参见:《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》(证监发行字(2001)115号)。

已经不是必要条件，特别是对最近一期末经审计的净资产不低于人民币15亿元的公司可以不用提供发债担保；④设定转股价格修正下限，规定转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且修正后的转股价格不低于股东大会召开日前20个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价；⑤创设一种新的债券，即分离交易的可转换公司债券。随着监管机构对可转换公司债券发行设计条款的不断完善，作为上市公司再融资的重要方式之一，全流通时代的可转换公司债券在实现公司融资需求方面将会发挥更大的作用。

3.1.4　上市公司定向增发的发展历程

股权分置作为中国资本市场的一个重要特征，长期以来一直是中国资本市场发展的最大障碍。2005年4月29日，中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，这标志着我国开始实施股权分置改革以解决中国资本市场的历史遗留问题。为了保证股权分置改革的顺利进行，避免产生新的历史遗留问题，沪深两市暂停了除债权外所有的融资活动。2006年5月7日，中国证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》，为全流通时代上市公司再融资扫清了法律障碍。恢复上市公司再融资作为“新老划断”的一个重要步骤[①]，

---

① “新老划断”三步走的总体安排为：第一步，恢复不增加即期扩容压力的定向增发以及以股本权证方式进行的远期再融资；第二步，择机恢复面向社会公众的其他方式的再融资；第三步，择机选择优质公司，启动全流通条件下的首次公开发行。

既标志着股权分置改革完成了重要的阶段性进程，也标志着市场创新发展在新机制下的启动。《上市公司证券发行管理办法》不仅对配股、公开增发、可转换公司债券等原有的再融资方式作出了重新规定，更大的创新是正式推出了新型再融资工具——定向增发[①]，并对定向增发的发行条件、相关资格以及执行程序等作出具体规定。虽然在股权分置改革前增发新股就已经成为资本市场重要的再融资方式之一，但当时的增发基本上都是面向不特定对象的公开融资行为，公开增发与《上市公司证券发行管理办法》中推出的定向增发在发行条件约束、发行对象选择以及对价支付方式等很多方面都有着本质区别。为进一步规范上市公司非公开发行股票行为，2007 年 9 月 17 日，中国证监会颁布《上市公司非公开发行股票实施细则》，对定向增发的定价基准日、发行对象、限售期限等内容作出更加细致的规定。

由表 3－1 可知，2006 年，中国资本市场共有 50 家上市公司实施定向增发[②]，累计筹资额 938.38 亿元，占当年全部股权再融资总额的 85.61%，定向增发迅速超过其他融资方式，成为上市公司再融资的主要手段；2007 年，在波澜壮阔的牛市行情推动下，采用定向增发再融资的上市公司家数迅速攀升，达到 133 家，累计筹资额 2670.94 亿元，占当年全部股权再融资总额的 72.48%；2008 年，虽然股票市场大幅

---

① 虽然 2006 年 1 月 1 日实施的《证券法》和 2006 年 3 月 16 日中国证监会颁发的《上市公司章程指引（2006 年修订）》中规定上市公司可以采取非公开发行方式实现融资，但并没有细化定向增发的具体发行条件。

② 如果剔除鞍钢股份（2006 年 2 月 23 日实施定向增发），《上市公司证券发行管理办法》颁布后 2006 年完成定向增发的上市公司数量为 50 家。

下跌使得通过公开增发和配股融资变得困难重重，但仍然有 102 家上市公司通过定向增发实现再融资，累计筹资额 1759. 88 亿元，占当年全部股权再融资总额的 70. 54%；2009 年，随着股票市场逐渐探底回升，上市公司定向增发热情依旧不减，共有 118 家上市公司完成定向增发，累计筹资额高达 2740. 82 亿元，占当年全部股权再融资总额的 86. 87%。在中国资本市场 20 年的发展历程中，很少有像定向增发这种无论股票市场跌宕起伏都在再融资领域占据主要地位的融资方式，如图 3 - 1 所示。定向增发已经与首次公开发行（IPO）并行成为上市公司利用资本市场融资的重要渠道。

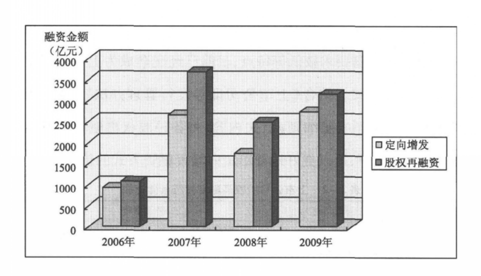


图 3 - 1　上市公司定向增发与股权再融资比较

3.2 上市公司定向增发的特征分析

3.2.1 定向增发与公开发行融资方式比较

伴随着中国资本市场20年的改革与发展，上市公司股权再融资政策也经历了多次改进和创新。在全流通时代，上市公司可以选择配股、公开增发、定向增发、可转换公司债券等多种方式实现股权再融资。相比其他融资工具而言，定向增发因具有发行条件宽松、审核程序简化及信息披露要求较低等特点，目前已经逐渐成为上市公司普遍采取的再融资方式。结合《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》有关内容，将各种股权再融资的发行条件进行对比分析[①]，可以更好地看出定向增发融资方式的优越性。

表3-2 上市公司股权再融资发行条件比较

	非公开发行	公开发行	
	公开增发	定向增发	配股
发行对象	认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过10名	公司原有股东	不特定对象，公司原有股东有优先认购权

① 由于可转换公司债券兼有债权融资和股权融资双重性质，并且在起初发行时更多地体现为债权融资行为，故在比较各种股权再融资发行条件时没有将其一并纳入分析。

续表

	非公开发行	公开发行	
	公开增发	定向增发	配股
盈利能力	无特别要求	最近3个会计年度连续盈利。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为计算依据	最近3个会计年度连续盈利，且最近3个会计年度加权平均净资产收益率不低于6%。净利润计算依据与配股相同
股利分配	无特别要求	最近3年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%①	与配股要求相同
发行比例	无特别要求	拟配售股份数量不得超过本次配售股份前股本总额的30%，且原股东认购股票的数量应达到拟配售数量的70%	无特别要求
对价方式	现金或非现金资产	现金	现金
发行价格	发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。其中，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日	无特别规定，一般采取市场折扣法确定	发行价格应不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价
限售要求	以下三类投资者认购股份限售期为36个月：上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者；董事会拟引入的境内外战略投资者。其余投资者认购股份限售期为12个月	无限售要求	网下配售A类投资者需有一个月限售期，其他无限售要求

① 2008年10月9日，中国证监会颁布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》（中国证券监督管理委员会令第57号），将《上市公司证券发行管理办法》第八条第（五）项"最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之二十"修改为："最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十"。

续表

	非公开发行	公开发行	
	公开增发	定向增发	配股
承销要求	发行对象均属于公司原前10名股东的,可以由上市公司自行销售;否则需要证券公司承销	证券公司承销	证券公司承销

从表3-2中可以看出定向增发与公开发行相比,有下列显著特征:

(1)发行对象有严格限制。定向增发与公开发行的本质区别就在于对发行对象数量的限制上,公司发行证券时,只要面向群体是特定对象且数量不超过一定限度,都应该划到非公开发行的范畴。《证券法》第10条规定,有下列情形之一的,为公开发行:向不特定对象发行证券的;向特定对象发行证券累计超过二百人的;法律、行政法规规定的其他发行行为。从《证券法》对公开发行的定义中可以看出,只要向不超过200人的特定对象发行证券,都属于非公开发行。《上市公司证券发行管理办法》在《证券法》的指引下,结合中国资本市场的具体现状,对上市公司非公开发行证券的特定对象数量作出了进一步限制,即只有向不超过10名投资者发行证券,才属于定向增发。《上市公司非公开发行股票实施细则》对"发行对象不超过10名"作出了进一步解释,即认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过10名,并且规定证券投资基金管理公司以其管理的2只以上基金认购的,视为一个发行对象。在目前中国资本市场上,定向增发的对象主要是上市公司的大股东或关联企业、金融类

机构投资者或是非金融类战略投资者，由于发行对象数量有限，可以减少上市公司与发行对象之间的沟通时间，节省上市公司大量推介宣传费用，对于向公司原有主要股东定向增发，甚至不需要证券公司承销，发行费用要比公开增发减少很多。此外，向不同类别的特定投资者定向增发，还有助于实现增强大股东对上市公司控制权、改善上市公司治理结构等多重目标。

(2)盈利能力没有硬性要求。监管机构对上市公司公开增发盈利能力要求最高，不仅要满足最近3个会计年度连续盈利，而且还要符合最近3个会计年度加权平均净资产收益率不能低于6%；对配股的盈利能力要求相对有所降低，只要满足最近3个会计年度连续盈利即可，没有需要达到最低净资产收益率的限制。而对于定向增发来说，既没有严格的连续盈利能力限制，也没有强制分红要求，发行门槛大幅降低，甚至部分亏损公司只要满足募集资金的数额和使用符合监管规定也可以实施定向增发。对过去几年或是当前盈利能力较差但未来将面临较大发展机遇的上市公司来说，利用定向增发实现融资需求便成为这些公司的现实选择，这也是当前很多上市公司偏爱采取定向增发募集资金的重要原因。从国内外资本市场的实践来看，非公开发行的对象往往是资金力量雄厚、具有一定风险识别和承受能力的机构投资者或是自然人，他们较普通的中小投资者有更强的鉴别公司真实价值的能力，因此对这些特定投资者定向发行股票，不强制要求发行公司当前具有较高的盈利能力和发行过程完善的信息披露有其内在

逻辑。

(3)对价方式多样化。2006年1月1日实施的新《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第27条规定,股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。《公司法》对股东出资方式的拓展为定向增发对价方式多样化扫清了法律障碍。与投资者认购公开发行股票(无论是配股还是公开增发)必须支付现金对价不同,对于认购定向增发股票的投资者,既可以选择现金认购,也可以选择股权等非现金资产认购,这在很大程度上提高了大股东认购上市公司定向增发股份的积极性。如表3-3所示,实施定向增发的全部上市公司中有超过四分之一的公司大股东选择以资产认购新增股份。正是由于对价方式的灵活性与多元化,定向增发目前已经成为很多集团公司对旗下上市公司实施资产注入的重要手段。

表3-3 上市公司大股东资产认购定向增发股份比例统计

年份	定向增发公司数量	大股东资产认购公司数量	资产认购占全部定向增发的比重
2006	50	10	20.00%
2007	133	36	27.07%
2008	102	36	35.29%
2009	118	30	25.42%
合计	403	112	27.79%

资料来源:根据Wind数据库相关数据整理。

(4)发行价格有最低限制。一般来说,监管机构对上市公司增发股票的发行价格都有严格的限制条件,特别是规定发行价格下限以防止增发价格过低损害现有股东利益。对于公开增发,要求发行价格应

不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。而对于定向增发,则要求发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%。与公开增发相比,投资者认购定向增发股票“可能”会享有一定的发行折扣。之所以“可能”享有优惠,是由于监管机构对定向增发股票发行价格没有上限规定,如果上市公司董事会决议公司拟实施定向增发时没有确定具体发行对象的,根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第27条规定,上市公司及保荐人需要根据投资者对本次定向增发股份的有效申购按照报价高低进行累计统计,按照价格优先的原则合理确定发行对象、发行价格和发行股数。也就是说,如果投资者申购踊跃,上市公司完全可以溢价增发股票。此外,关于基准定价日的确定,根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第7条规定,上市公司可以选择本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或是发行期的首日任意一个作为增发股票的基准定价日。由于基准定价日选择的不确定性,使得上市公司在定向增发股票发行价格确定方面有很大的灵活性和操纵性。

(5)明确的限售期规定。认购上市公司增发股份后必须经过一定期限方可减持是非公开发行区别于公开发行的另一个重要特征。《证券法》第38条规定,依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖。为了防止机构投资者利用非公开发行股票发行价格与二级市场价格之差套现交易,

国内外监管机构对非公开发行股票依法上市流通前都规定明确的限售期。《上市公司证券发行管理办法》第38条规定,除上市公司控股股东、实际控制人及其控制的企业以外,一般投资者认购定向增发股票后限售期为12个月。随后,《上市公司非公开发行股票实施细则》第9条和第10条对认购非公开发行股份后的限售期作出了更加明确的规定,对于以下三类投资者认购股份限售期为36个月:上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;董事会拟引入的境内外战略投资者。限售期的合理规定,可以很好地保护公司原有股东特别是中小投资者的合法权益。

3.2.2 定向增发与美国私募发行比较

美国拥有高度发达的资本市场,同时也是证券私募发行法律制度的发源地。美国的证券私募发行制度,最早源于1933年《证券法》第4条(2)款的规定:"(本法第5条不适用于)不涉及公开发行之发行人的交易。"[①]美国作为普通法系国家,在随后70多年的资本市场监管实践中,逐步形成了包括国会立法、美国证券交易监督委员会(以下简称SEC)规章、各州立法、法院判例在内的较为完整的私募法律规范体系。通过对比中美两国非公开发行在审核制度、发行对象、转售条件、

① 法条原文:transaction by an issuer not involving any public offering。

信息披露等方面的差异,有助于更好地认清目前中国资本市场定向增发制度的内在特征以及未来发展方向。

1. 审核制度

从世界范围来看,目前资本市场中的证券发行审核制度主要分为两种:注册制和核准制。美国在证券发行的审核方面采用的是注册制,这是市场化程度较高的成熟资本市场所普遍采用的一种发行制度。在注册制下,只要符合条件的发行人都可以申请证券发行,证券监管机构只对发行人申报文件作合规性的形式审查,而不对所发行证券的投资价值作出判断。在法定期间内若监管机构未提出异议,则证券发行自动产生效力。按照美国 1933 年《证券法》第 5 条规定,非经 SEC 注册的证券不得发售,而该法第 4 条(2)款又规定:"(本法第 5 条不适用于)不涉及公开发行之发行人的交易。"与公开发行相比,美国私募发行的本质与核心在于注册豁免。为了更好地理解私募发行的注册豁免,还需要明晰与之相关的另外两个重要概念:"豁免证券"和"豁免交易"。所谓"豁免证券",就是指该种证券的发行人在发行和销售证券之前既无须向 SEC 申请,也不必获得其他批准,并且在其后续转售时也无须按照《证券法》第 5 条进行注册。按照《证券法》第 3 条规定,诸如政府机构、金融机构以及非营利组织发行的证券就属于"豁免证券"。[①] 而"豁免交易"是指仅就证券本次发行与销售享受注

① See Securities Act of 1933, Section 3(a), (2) - (8).

册豁免，后续交易就必须进行注册，除非符合其他豁免的要求。“豁免交易”大致可以分为6种类型。① 由此可见，“豁免交易”一般都是整体一次性免于注册，而“豁免证券”的注册豁免则是永久的，这也是两者之间的最大区别。从本质上看，私募发行的注册豁免属于豁免交易的一个类型，投资者购买私募发行证券后，如果进行转售，除非符合其他豁免交易的要求，否则必须先行注册。

中国证券发行制度依次经历了3个主要阶段，即从1990年末至1999年7月的“审批制”、从1999年7月至2004年2月的“核准制”，以及2004年2月至今的“保荐制”。《证券法》第23条规定：“国务院证券监督管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请。核准程序应当公开，依法接受监督。”也就是说，目前中国证券市场股票发行的“保荐制”本质上仍然属于“核准制”的一种改进，与成熟资本市场的“注册制”还有很大不同，上市公司发行证券（无论IPO还是SEO）都要接受中国证监会的实质审核，并只有经证监会批准授权后发行人才可以在资本市场发行证券。此外，《上市公司证券发行管理办法》第45条规定：“上市公司申请公开发行证券或者非公开发行新股，应当由保荐人保荐，并向中国证监会申报。保荐人应当按照中国证监会的有关规定编制和报送发行申请文件。”同时第46条规定：中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请，并作出核准或者不予核准的决定。而《上市公司非公开发行股票实施细则》第20条再次重申：“中国

① See Securities Act of 1933, Section 3(a), (9) - (11), (b), (c) and Section 4(1) - (6).

证监会按照《管理办法》规定的程序审核非公开发行股票申请。”由此可见，在中国资本市场上，上市公司非公开发行股票与公开发行股票在审核制度上是一致的，即都需要经过证监会的严格审核并批准授权后才可以发行股票，在法律层面上定向增发并不享有任何豁免地位。

2. 发行对象

最初的1933年《证券法》第4条(2)款并没有对私募发行对象人数限制和投资人资格作出明确规定。1935年，SEC法律总监(General Counsel)提到，在通常情况下，向不超过大约25人发出要约而不是向很多人发出要约，一般来说不涉及公开发行。此后一段时间，25人便成为界定私募发行的“人数标准”。为了能够使1933年《证券法》第4条(2)款中的私募发行豁免提供一个更加确定的、非排他性的准则(“安全港”)，SEC经过两年的提案酝酿于1974年正式颁布了规则146(Rule 146)。但由于规则146对于私募发行中“受要约人资格”(offeree qualification)的严格规定导致此后的私募发行规模出现下降，引起社会各界对SEC的批评。经过8年的深入研究论证，SEC于1982年正式发布D条例(Regulation D)以替代规则146。D条例由规则501－508组成，其中规则504－505涉及《证券法》第3(b)条款的“小额发行豁免”，规则506涉及《证券法》第4(2)条款的“私募发行豁免”。

在投资人资格确认方面，D条例规则506项将认购私募发行的投

资人分为两大类。其中一类是“获许投资者”（accredited investor）[①]，主要包括以下八类主体：银行等金融机构投资者；私人商业开发公司；总资产超过500万美元的企业组织；总资产超过500万美元的一般信托机构；与发行人有关的任何董事、高级管理人员、一般合伙人等主要关系人；在购买证券时个人净资产或与配偶共同的净资产超过100万美元的自然人；最近两年的每一年中，个人收入超过20万美元，或与配偶收入合计超30万美元的自然人；由获准投资人拥有的机构，其全体股权所有人都属于上述“获许投资者”的任何主体。另一类是“非获许投资者”（non accredited investor）[②]。对于“非获许投资者”，发行人必须合理地相信他们都具备应有的商务知识和经验，使其能够评估投资所蕴涵的价值和风险。在发行对象人数限制方面，D条例规则506规定，将包括“获许投资者”在内的四类人员排除计数主体外，购买者不得超过35人或者发行人合理地相信购买者不超过35人。[③]

我国对上市公司非公开发行股票也有明确的认购对象数量限制。中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》第37条规定，非公开发行股票的发行对象为符合股东大会决议规定的条件且数量不超过10名。与美国私募发行购买人数只要不超过35人相比，中国对上市公司非公开发行股票时发行对象人数限定更加严格。然而，对认购定向增发股票的投资者资格限定方面却较美国法律更为宽松，《上市

① See Regulation D, Rule 501(a).
② See Regulation D, Rule 501(b).
③ See Regulation D, Rule 506(b).

公司非公开发行股票实施细则》第8条规定国内普通自然人、法人或者其他合法投资组织都可以成为发行对象。此外,经国务院相关部门批准后的境外战略投资者也可以认购增发股票。由此可见,我国法律并没有对投资人身份作出特别限定,认购非公开发行股票的投资者只要符合股东大会决议条件即可。

3. 转售条件

由于私募发行享有注册豁免,为了防止发行人借私募发行之名行公开发行之实而滥用私募发行,美国《证券法》和SEC颁布的D条例都对其项下的私募发行证券提出转售限制规定。但转售限制也存在一定的弊端,其中主要缺陷就是降低了证券的流通性,阻碍了证券价格发现功能的发挥。为此,SEC于1972年颁布了规则144(Rule 144)以试图解决私募发行转售限制和证券流通的双重诉求。此后,SEC又采用过非正式的第$4(1\frac{1}{2})$条豁免,并于1990年颁布了规则144A(Rule 144A),逐渐放宽了私募发行的转售条件。

1972年SEC颁布的规则144主要为以下两类证券的转售创造了安全港:一类是发行人之关系人所为的证券转售[①];另一类为"受限制证券"(restricted securities)的转售[②]。对于上述两种类型的交易,必须

① See Rule 144(a),(1).

② See Rule 144(a),(3).

满足规则 144 项下的所有条件，才能取得豁免。这些条件包括[①]：

(1)公开信息的可获取性(availability of public information)。规则 144(c)要求任何情况下的私募证券转售都应有关于该种证券发行人的当前公开信息。然而，经过 2008 年的修订后，目前只有发行人之关系人的转售行为需要满足该要求，非关系人则不受限制。

(2)持有期间(holding period)。规则 144(d)对持有期间的规定经历了多次修改。最初的规定是，无论是发行人之关系人，还是非关系人，受限制证券在被转售前都应持有 2 年以上。1997 年修订时将持有期间缩短为 1 年，并对持有期时间计算调整为自该证券从发行人或其关系人处取得之时起。2008 年又对持有期间进行了重大调整，发行人之关系人或非关系人转售报告公司的受限制证券时，持有期间满足 6 个月以上即可，而发行人之关系人或非关系人转售非报告公司的受限制证券时，持有期间仍需满 1 年以上。

(3)数量限制(volume limitation)。规则 144(e)规定，对于持有期在 1 年至 2 年内的证券，在过去 3 个月内出售的该证券的数量不得超过下列两项指标中的较高者：该证券所有已发行在外数量的 1%；该证券在证券交易所或全国证券交易商自动报价系统中过去四周的平均每周交易量。经过 2008 年修订后，数量限制目前仅适用于发行人之关系人，非关系人转售证券不再受数量限制的制约。

(4)销售方式(manner of sale)。规则 144(f)规定，证券销售必须

① See Rule 144(c) - (h).

经证券经纪人作为中介(broker's transaction)或直接与做市商(market maker)交易。同时规定证券销售不得劝诱(solicitation),不得向证券经纪人支付佣金以外的费用。

(5)通知要求(notice)。规则144(h)规定,无论是发行人之关系人,还是非关系人,如果销售受限制证券数量在任何3个月内超过500股或交易金额超过1万美元,则应向SEC提交销售通知;如果销售的是上市公司股票,还应同时向相应的交易所或自动报价系统提交通知。2008年修订后,将标准提高到在任何3个月内销售超过5000股或交易金额超过5万美元时发行人之关系人才有通知义务,而非关系人则被免除通知义务。

为了吸引跨国公司到美国资本市场融资,1990年SEC又颁布了另一个重要的转售安全港——规则144A。规则144A核心内容,即发行人以外的其他人转售受限制证券时,如果满足所售证券的非替代性、转售对象为"合格机构买方"、转售者履行告知义务和信息披露等条件,则该交易可以取得注册豁免。上述限定条件中,最核心的内容是要求转售对象必须是"合格机构买方"(quailfied institutional buyer)。[1] 规则144A所界定的"合格机构买方"主要包括以下类型:拥有1亿美元以上证券投资的机构,并且该机构非上述证券发行人之关系人;拥有1000万美元以上证券投资的经纪交易商,并且非该发行人之关系人;全体股权所有人都属于上述"合格机构买方"的其他主体。与

① See Rule 144A(a),(1).

规则144相比,规则144A在提高转售对象标准的同时,不再严格区分转售对象的购买意图,这一方面有助于增强私募发行证券的流动性,同时也提高了跨国公司在美国资本市场私募发行的积极性。

我国《公司法》对股份有限公司的股东股份转让规定如下①:股东持有的股份可以在证券交易场所或者按照国务院规定的其他方式进行转让。但发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起1年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起1年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%;所持本公司股份自公司股票上市交易之日起1年内不得转让。上述人员离职后半年内,不得转让其所持有的本公司股份。而《证券法》第38条也明确规定,对于依法发行的股票、公司债券及其他证券,法律对其转让期限有限制性规定的,在限定的期限内不得买卖。在上述两部重要法律的指引下,2006年中国证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》在引入定向增发再融资方式的同时,也对定向增发后的股票锁定期限提出明确要求。其中第38条规定,上市公司非公开发行股票,本次发行的股份自发行结束之日起,12个月内不得转让;控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份,36个月内不得转让。此后,2007年证监会颁布《上市公司非公开发行股票实施细则》,其中第9条规定三类发行对象(上市公司的控股股东、实际控制人或其控

① 具体内容参见《公司法》第138条、第139条以及第142条。

制的关联人;通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;董事会拟引入的境内外战略投资者)锁定期限定为36个月,除上述三类发行对象外,其他投资者认购定向增发股份后的锁定期仍然限定为12个月不变。

4. 信息披露

为了减少资本市场中发行人与投资者之间的信息不对称,各国证券监管机构通过制定法律来强制证券发行人履行信息披露义务。与公开发行的强制信息披露制度不同,私募发行往往是以少数特定投资者为发行对象,因而其信息披露要求也随着发行对象的不同而有所区别。根据SEC颁布的D条例规则502(b)的规定,如果规则506项下的私募发行对象全部为"获许投资者",就不要求发行人主动为其提供特定的信息。如果私募发行对象包括"非获许投资者",则发行人必须在"要约发行过程中、证券销售前",向"非获许投资者"提供信息,而且发行人还必须在证券销售前的合理时间内,使所有购买者有机会就发行条件等发问,而发行人必须对此给予充分准确的回答。[1] 由此可见,与对于"获许投资者"的自愿性信息披露不同,对于"非获许投资者"的信息披露属于强制性义务。

我国《证券法》对上市公司公开发行股票和债券规定了相关的信

① See Regulation D, Rule 502(b), (2).

息披露义务[①]，而对非公开发行股票的信息披露要求并没有明确规定。《上市公司证券发行管理办法》第53条指出中国证监会规定的内容是信息披露的最低要求，凡对投资者投资决策有重大影响的信息，上市公司均应充分披露。2007年，证监会颁布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第25号——上市公司非公开发行股票预案和发行情况报告书》，明确了上市公司非公开发行股票信息披露的具体内容。中国上市公司非公开发行股票时的信息披露行为与美国私募发行时的信息披露相比，主要差异体现在以下两个方面：①美国私募发行的信息披露是事前披露，且主要面向特定的购买者，而中国上市公司定向增发时的信息披露属于事后披露，披露对象为上市公司全体股东；②面对不同的认购对象（“获许投资者”或“非获许投资者”），美国私募发行信息披露的强制性义务不同；中国上市公司定向增发的信息披露属于法定义务，且信息披露内容并不随认购对象的不同而改变。

通过上述几个方面的对比，可以看出我国上市公司定向增发制度还有很多不完善之处，需要在实践中进一步改进。基于中国资本市场“新兴加转轨”的时代特点，保持目前的上市公司定向增发核准制有其内在必然。随着资本市场中机构投资者渐进成为市场主要投资主体后，实现上市公司定向增发的注册豁免将会成为未来中国资本市场深化改革的目标之一。目前，监管机构对上市公司定向增发的认购对

① 具体内容参见《证券法》第63条至第72条。

象、转售条件和信息披露等方面的规定过于笼统，建议根据上市公司定向增发实践，可以考虑对发行对象细分为公司大股东或控股股东、“合格机构买方”及其他投资者，对不同发行对象在申购数量、持有期限、交易转让方式等方面进行分类要求，适度放松对认购人数的限制，引入竞价机制，强化发行时事前信息披露以及转售时及事后信息披露并切实保证信息披露的公平性，在实践中逐步构建符合中国资本市场特征的上市公司定向增发制度。

3.3 定向增发主要运作模式

定向增发作为一种创新型高效便捷的再融资工具，既可以满足上市公司通常的项目资金需求，也有助于上市公司实现资产注入及整体上市、引入战略投资者、完成并购重组等多重目标。基于中国上市公司定向增发的实践，定向增发的主要运作模式大体可以概括为以下四种：

3.3.1 项目融资型定向增发

当上市公司现有资金无法满足未来的投资需求，或是因流动资金不足进而影响公司正常生产经营时，实现融资需求便成为上市公司选择股权再融资的最直接动因。与公开发行相比，定向增发的审

批程序简单，发行成本较低，与发行对象沟通更容易，高效便捷成为定向增发的优势所在。此外，对定向增发来说，既没有严格的连续盈利能力限制，也没有强制分红要求，发行门槛大幅降低，甚至部分亏损公司只要满足募集资金的数额和使用符合监管规定也可以实施定向增发。对过去几年或是当前盈利能力较差但未来将面临较大发展机遇的上市公司来说，利用定向增发实现融资需求便成为这些公司的现实选择，这也是当前很多上市公司偏爱采取定向增发募集资金的重要原因。

从2006年5月初定向增发作为上市公司再融资工具被正式推出至2009年12月底，在短短的三年半时间里，苏宁电器(002024)就已经成功实施了3次定向增发，成为中国资本市场上利用定向增发募集资金实现企业跨越式发展的典范。2006年6月，苏宁电器成为首批股改后实施定向增发的上市公司，向7家基金管理公司定向增发2500万股，募集资金主要用于100家连锁店发展项目、江苏物流中心项目和信息中心项目的投资和建设。2006年非公开发行股票以来，公司在进一步完善连锁店面网络布局的基础上，完成了组织架构和信息平台的调整升级，在物流整合、人力资源培养方面持续推进，取得了明显的业绩。为更好地把握市场机遇以及进一步实现公司的发展战略，2008年5月，苏宁电器再次向6家机构投资者定向增发5400万股，募集资金用于250家连锁店发展项目、沈阳物流中心项目、武汉中南旗舰店购置项目和上海浦东旗舰店购置项目的投资和建设。为了继续

加快连锁店面的发展，促进物流平台建设以及适度补充流动资金，苏宁电器于2009年又一次提出非公开发行股票的计划。与前两次发行对象都是机构投资者不同，在本次定向增发中，公司控股股东张近东认购了其中10%的增发股份，公司大股东主动认购上市公司定向增发股份暗示了公司未来仍有较大的发展空间。苏宁电器近年来定向增发累计募集资金情况见表3－4。

表3－4 苏宁电器(002024)历年定向增发概况

年份	发行价格（元）	发行价格/发行底价	定向增发数量（万股）	增发后总股本（万股）
2006	48.00	150.94%	2500	36037.60
2008	45.00	135.14%	5400	149550.40
2009	17.20	114.67%	17762.92	466414.12

注：截止到2009年12月，苏宁电器自上市以来除完成上述3次定向增发外，还实施了6次送转股，使得苏宁电器的股本规模迅速增大。

苏宁电器自2004年7月在深圳证券交易所上市以来，公司的业务实现了快速增长。公司的营业收入和净利润已由2004年底的94.69亿元和1.81亿元上升到2009年底的498.97亿元和21.70亿元。充分利用资本市场实施定向增发为公司持续发展提供资金支持成为苏宁电器能够连续多年保持公司主营业务快速增长的重要原因。截至2009年底，苏宁电器已在中国30个省、直辖市、自治区，300多个城市拥有1000家连锁店、80多个物流配送中心、2000多个售后网点，经营面积500万平米，员工12万人，年销售规模突破1000亿元，目前已经成为中国最大的家用电器与消费类电子零售企业之一。公司在经营业绩取得高速发展的同时，也实现了价值的高

速增长。2009年12月31日，苏宁电器复权之后的公司股价为1128.73元/股，较2004年IPO发行价格16.33元/股上涨近70倍，为中小投资者带来丰厚的投资回报，成为当之无愧的最具成长性的中小企业板龙头股票。

3.3.2 资产注入型定向增发

在股权分置改革以前，上市公司非流通股东与流通股东同股不同价、同股不同权，导致两类股东缺乏共同利益基础。与此同时，由于资本市场规模较小并且很多国有企业历史负担过重，使得国有企业往往采取分拆上市模式进入资本市场。股权分置和分拆上市成为股改前中国资本市场的重要制度特征。随着股权分置改革的顺利完成，上市公司大股东与中小股东的利益趋同显著提高，大股东关注的焦点已由原来的公司净资产逐渐转移到上市公司市值。为了实现自身股权价值最大化，大股东有很强的动机将自己所拥有的非上市的优质资产注入到上市公司。与投资者认购公开发行股票必须支付现金对价不同，对于认购定向增发股票的投资者，既可以选择现金认购，也可以选择股权等非现金资产认购，这种对价方式的灵活性使得资产注入型定向增发可以通过以下两种方式来完成：①上市公司通过向大股东定向增发直接收购大股东拥有的优质资产。这种方式的最大特点在于通过以资产对价，大股东无须现金支出即可增加对上市公司的持股比例。②上市公司通过向特定的投资者（如基金公司、保险公司等机构投资

者)定向增发获得资金收购大股东的优质资产。这种方式适用于大股东有资金需求,并且稀释一定股权并不会削弱大股东控制地位的上市公司。

股权分置改革完成后,证监会、国务院国资委等管理层相继发布《关于提高上市公司质量意见》、《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》等文件,支持具备条件的优质大型企业集团实现整体上市,鼓励不具备整体上市条件的企业集团把优质主营业务资产逐步注入到上市公司,以期实现做优做强上市公司的目的。通过定向增发实现整体上市一方面可以减少大股东与上市公司之间的关联交易,避免同业竞争,进一步提高上市公司的独立性和持续经营能力;另一方面,上市公司通过构建完整的上下游产业链拓宽企业边界,也有助于降低交易成本,以实现资源的有效配置。根据Wind数据库统计,截止到2009年底,已有50家上市公司通过定向增发实现了整体上市,通过资产注入实现整体上市已经成为上市公司选择定向增发的另一个重要原因。

2007年1月29日,中国船舶(600150)董事会发布非公开发行股票涉及重大关联交易公告,公告称公司拟向控股股东中船集团等特定对象非公开发行股票用以收购外高桥造船有限公司等相关资产,以实现中船集团核心民品业务的整体上市。方案的具体内容见表3-5。

表 3-5　中国船舶(600150)资产注入方案

股票发行数量	向特定对象非公开发行股票总数不超过 40000 万股新股
股票发行价格	非公开发行股票发行价格为 30 元/股
收购标的资产	上海外高桥造船有限公司(下文简称外高桥造船)100% 的股权 中船澄西船舶修造有限公司(下文简称澄西船舶)100% 的股权 广州中船远航文冲船舶工程有限公司(下文简称远航文冲)54% 的股权
标的资产价值	上述标的股权以 2006 年 10 月 31 日为评估基准日,采用收益法评估,评估值为 92.6 亿元
认购方式	分为资产认购和现金认购两部分

本次非公开发行股票发行价格为 30 元/股,不低于本次董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票均价的 90%,即 28.23 元。对于本次非公开发行的 4 亿股新股,中船集团以资产(包括外高桥造船 66.66% 的股权、澄西船舶 100% 的股权及远航文冲 54% 的股权)认购不少于本次发行新股总数的 59%,宝钢集团及上海电气以资产(其中宝钢集团以其持有的外高桥造船 16.67% 的股权、上海电气以其持有的外高桥造船 16.67% 的股权)合计认购不少于本次发行总量的 16%,其余部分由包括宝钢集团、中国人寿、中信集团等其他不超过 7 家的国有大型企业以现金认购。除中船集团、宝钢集团、上海电气以资产认购的部分外,本次非公开发行新股的现金认购部分预计可募集现金约 30 亿元,主要用于外高桥造船、澄西船舶的技术改造。由于是非公开发行资产注入,中国船舶原来的中小股东没有获得新发行的股票,因此其持股比例较原来有较大的下降,而控股股东中船集团由于注入的资产较多致使其持股比例较原来有所上升,同时宝钢集团和上海电气以其持有的资产注入到上市公司后成为中国船舶新的股东。

定向增发完成后，中国船舶的股权结构如图3－2所示。

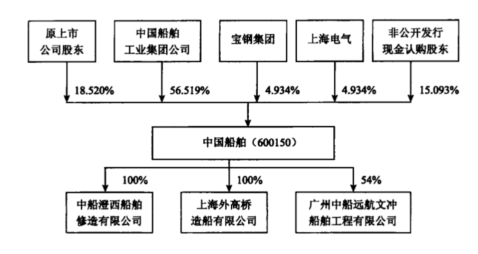


图3－2　中国船舶(600150)资产注入后的股权结构图

随着外高桥造船等优质资产注入到上市公司后，中国船舶的盈利能力显著增强。与此同时，中国船舶还积极利用定向增发的募集资金改造集团内相关资产，最大限度地发挥集团内资源的聚合效应和协同效应。目前，中国船舶已经从一家单纯从事大型船用低速柴油机生产企业转变为造船、修船、核心配套(大型船用低速柴油机)三大业务、产业链基本完整的上市公司。虽然2008年以来，由美国次贷危机引发的全球金融经济危机对船舶行业造成了巨大压力和挑战，但正由于中国船舶提前通过一系列资本运作优化集团内资源配置，弱化了行业周期性对上市公司的影响，使整合后的公司具有更好的抗风险能力。截止到2008年底，中国船舶实现了全年主营业务收入276.56亿元，同比增长47.98%；净利润41.60亿元，同比增长48.63%；每股收益6.28元。

3.3.3 引入战略投资者型定向增发

与公开发行必须面向公司全体股东不同，监管机构授权上市公司可以自主选择定向增发的发行对象，因此，上市公司除了可以选定公司大股东为增发对象以实现资产注入外，还可以通过选定其他机构投资者为增发对象以实现引入战略投资者的目的。上市公司通过定向增发引入战略投资者，不仅能获得持续发展所需资金，更重要的是还能获得战略投资者所带来的先进技术、管理经验以及广阔的市场渠道，通过股权合作为上市公司带来其自身业务不易掌控的特殊资源，以期实现上市公司持续快速发展。对于引入战略投资者的定向增发，锁定期通常为36个月，较一般定向增发锁定期限更长，削弱了发行对象短期抛售股票套利的动机，有利于实现战略投资者与上市公司之间长期持久合作。目前上市公司引进的战略投资者主要有两大类型：

(1)产业类战略投资者。对于一些想进入中国市场的外国公司，如果直接在国内设立公司成本过高或是面临较大的进入壁垒，那么通过认购国内同行业相关上市公司定向增发股票，可以间接实现市场扩张战略，同时国内公司也可以充分利用战略投资者的行业领先地位和资源优势，迅速实现产品升级换代并提高国际市场份额。如果上市公司与战略投资者是产业链中的上下游关系，通过定向增发实现两者之间的战略联盟，有利于进一步节约产品生产成本，提高产品市场竞争力。

(2)财务类战略投资者。这类投资者通常是资金实力雄厚的金融类企业,他们与上市公司主营业务关系并不密切,大多不参与上市公司的日常经营管理,只是按照持股比例分享上市公司的经营成果。对于有较大发展前景的上市公司,通过定向增发引进财务类战略投资者,一方面不会担心控制权稀释而带来的控制权转移问题,另一方面也为公司未来快速发展提供了资金保障。

2006年6月4日,泸州老窖(000568)董事会发布关于公司非公开发行人民币普通股(A股)方案的议案,公告称拟向10名特定投资者发行3000万股份,用以募集资金3.67亿元。本次非公开发行股票的发行价格最终确定为12.22元/股,相对于定价基准日(2006年6月1日)前20个交易日股票均价9.70元溢价25.98%。这一定价水平产生了良好的二级市场效应,充分保护了公司原有股东的利益,同时也体现了发行对象对泸州老窖未来增长前景和持续盈利能力充满信心。本次非公开发行募集资金全部用于"优质酒产能扩大及储存基地建设"项目,在保证发行方案所确定的经销商优先认购的原则下,泸州老窖确定了本次非公开发行的最终发行对象,如表3-6所示。

泸州老窖的核心业务是白酒的生产和销售,销售渠道的建设和维护对于品牌塑造和营销推广具有重要的战略意义。通过向公司核心经销商定向增发股票使其成为公司战略投资者,以资本为纽带实现公司与经销商的战略结盟,成为泸州老窖实现跨越式发展的重要手段。

表3－6　泸州老窖(000568)非公开发行对象一览表

发行对象名称	是否为经销商	认购金额（万元）	认购数量（万股）
山东国窖酒业销售有限公司	经销商	6224.88	509.40
保定市隆华商贸有限公司	经销商	2029.00	166.00
上海荣生实业公司	经销商	1528.00	125.00
石家庄桥西糖烟酒食品股份有限公司	经销商	1504.00	123.00
汕头市金平区金叶酒类商行	经销商	1222.00	100.00
深圳蓬鹏实业有限公司	经销商	1002.04	82.00
佛山市南海区大沥陆升酒类商行	经销商	1503.06	123.00
桐乡市糖业烟酒有限公司	经销商	1002.04	82.00
泸州市兴泸投资集团有限公司	非经销商	19424.91	1589.60
博时基金管理有限公司——裕隆证券投资基金	非经销商	1222.00	100.00
合计		36660.00	3000.00

中国白酒行业从2006年开始步入了快速发展时期，为了区分泸州老窖在2007年和2008年销售额快速增长是由于行业整体趋势所致还是由于非公开发行引入战略投资者导致经营改善，表3－7比较了泸州老窖与主要竞争对手白酒销售增长率情况。可以看出，在非公开发行之前，泸州老窖的销售增长率还处于平均水平之下。但是2006年非公开发行后，泸州老窖在2007年和2008年连续保持了40%以上的高增长率，大大高于竞争对手。由此可以推断，泸州老窖白酒销售高速增长除了行业整体趋势因素外，成功地引入经销商作为战略投资者是关键因素。

表3-7　泸州老窖(000568)与行业主要竞争对手白酒销售增长率的比较

单位:%

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
泸州老窖	8.84	15.63	27.00	41.68	42.09
贵州茅台	25.35	30.59	24.57	47.82	13.88
五粮液	-0.63	-2.43	19.67	-1.52	8.23
山西汾酒	33.79	27.99	33.44	19.86	-8.74
水井坊	66.36	9.20	22.54	29.30	20.49
古井贡酒	4.87	9.19	13.73	32.99	20.80
老白干酒	17.92	38.06	21.09	30.71	33.29
平均增长率	22.36	18.32	23.15	28.69	18.58

资料来源:根据各公司各年年报整理而成。

表3-8显示了泸州老窖通过非公开发行募集资金以及与经销商结成战略联盟后,通过提高公司的经营业绩而对各项财务指标的影响。可以看出,2006年由于募集了3亿元资金,使得各项财务指标有了显著的改善。特别是应收账款周转率和每股经营现金净流量从2006年开始有了大幅提高,说明在与经销商的买卖中拖欠货款的现象有了明显改善,这可以用来解释与经销商结成战略联盟的好处。由于经营业绩的提高,每股收益也从2006年开始逐年递增,给投资者带来了丰厚的回报。

表3-8　泸州老窖(000568)各年主要财务指标变化情况(2004-2008)

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
资产负债率(%)	38	41	35	40	31
应收账款周转率(%)	17.10	36.30	52.52	55.11	82.28
主营业务利润率(%)	46	44	48	36	44
净资产报酬率(%)	3	3	15	29	36
主营业务增长率(%)	8	14	28	52	30
净利润增长率(%)	2	2	629	140	64
每股经营现金净流量(元)	0.27	0.27	0.41	1.41	0.58
每股收益(元)	0.05	0.05	0.39	0.89	0.91

资料来源:根据泸州老窖(000568)各年年报整理而成。

3.3.4 并购重组型定向增发

随着全流通时代资本市场资源配置功能的进一步健全，并购重组已经成为上市公司优化资产配置的重要战略方式。2008年出台的《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》明确鼓励收购人可以采取现金、增发股份、发行公司债券等多种支付方式实现并购重组。与现金收购相比，利用定向增发作为并购对价方式，可以有效减轻收购方的现金流压力，降低收购难度，提高收购效率。目前，在资本市场上完成的并购重组按照收购方不同可以分为以下两类：

(1)以上市公司为收购方的并购重组。上市公司利用自身的较高估值向特定投资者定向增发来募集资金，用于并购估值水平较低的其他上市公司或非上市公司，这是成熟资本市场经常采取的并购类型。

(2)以非上市公司为收购方的并购重组。对于资产质量极差但具有“壳资源”价值的上市公司，通过向非上市公司定向增发置入具有连续盈利能力的经营性资产，可有效避免上市公司陷入退市的困境，而作为收购方的非上市公司则取得上市公司控制权，进而实现资源的有效配置。中国资本市场上的“借壳上市”就属于这种类型的并购重组。除了濒临退市的上市公司不得已出售自身的“壳资源”外，还有一类比较特殊的上市公司，它们大多是国有集团公司旗下的上市公司，虽然业绩一般但并没有退市压力。然而，这些上市公司的控股股东为了避

免同业竞争实现整体上市或是其他战略需要，除了吸收合并（包括私有化）旗下上市公司外，主动出售上市公司的"壳资源"成为另外一条便捷之路。由于通过IPO直接上市有较高的连续盈利限制，因此对于周期性行业（如资源类企业、房地产企业以及证券公司等），寻找合适的"壳资源"进而利用定向增发实现"借壳上市"就成为中国资本市场的另一道风景线。

2008年12月22日，中油化建（600546）董事会发布重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案，公告称公司拟以资产置换交易及非公开发行股票购买资产交易的方式，取得山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称"山煤集团"）目前拥有的与煤炭开采、贸易及相关业务有关的主要资产。

公司拟以截至2008年9月30日经审计及评估确认的全部资产及负债作为置出资产，吉化集团拟以在转让所持公司国有股过程中从山煤集团受让和过户至其名下并在之后托管给山煤集团的截至2008年9月30日经审计及评估确认的7家具有独立法人资格的煤炭贸易公司100%的股权作为置入资产，两者进行置换；置入资产与置出资产价值的差额部分以现金补足。同时，公司向山煤集团非公开发行股票购买其持有的3家煤炭开采公司、18家煤炭贸易公司的股权及其本部与煤炭内销业务相关的资产和负债，非公开发行股票的价格为定价基准日前20个交易日中油化建股票的交易均价（5.94元/股），发行股票的最终数量不应超过4.5亿股。最终，山煤集团拥有的3家煤炭开

采公司的股权、18家煤炭贸易公司100%的股权及其本部与内销煤炭业务相关的资产和负债全部进入上市公司。

2009年12月25日，山煤国际能源集团股份有限公司董事会发布非公开发行股票发行结果暨股本变动公告，称公司向山煤集团定向增发的4.5亿股已于2009年12月23日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理了登记托管手续。本次交易完成后，山煤集团将持有公司75.90%的股份，成为公司的绝对控股股东，公司的主营业务将转变为煤炭开采与煤炭贸易业务。同时，公司证券简称变更为“山煤国际”。至此，山煤集团历时1年多的资产重组行动已经全部完成，利用定向增发以借壳方式顺利实现了煤炭主营业务的整体上市，成为山西省第10家煤焦能源类上市公司。

第4章 上市公司股权再融资方式选择：定向增发还是公开增发

4.1 引言

上市公司股权再融资行为一直是公司财务领域研究的重要内容。回顾以往的文献，我们发现，国内外学者对股权再融资方式选择的研究往往关注于上市公司是选择配股融资还是增发融资，而对于增发融资中的公开增发与定向增发的对比研究却鲜有涉及。虽然最近20年来，私募融资已经引起国外学者的广泛关注，但目前更多的研究成果依然是讨论私募发行后的市场折扣、长期市场反应等相关内容并通过与其他股权再融资方式对比分析，从多种角度对上述现象作出各种解

释。而国内学者较少将上市公司增发融资细分为公开增发和定向增发加以对比研究的部分原因可能是由于定向增发作为股权分置改革完成后出现的全新融资方式还没有引起太多学者关注。然而,与国内学术界对定向增发关注度不高相反,从中国证监会2006年5月8日颁布并实施《上市公司证券发行管理办法》将定向增发引入中国资本市场之日起,上市公司便对这种融资方式表现出极大的兴趣,截止到2009年12月31日,在短短三年半的时间里,已有403家上市公司通过采用定向增发实现了在资本市场的再融资,占同期全部再融资公司的比例为75.05%,定向增发累计融资额为8110.02亿元,占同期全部再融资金额的比例为77.75%,无论从融资公司数量还是从融资金额来看,定向增发已经成为上市公司股权再融资的最重要方式。实践的诉求迫使理论界需要对公司再融资中的增发融资进行更加细化的系统研究,从这一角度来说,将公开增发与定向增发进行对比研究具有重要的理论和现实意义。

需要说明的是,本章主要考察中国上市公司股权再融资中的增发融资行为(包括公开增发和定向增发),而不涉及上市公司配股融资行为,之所以只关注上市公司增发融资主要基于如下两个方面的考虑:一是虽然配股作为中国上市公司最早采用的再融资方式在20世纪90年代发挥了重要作用,但是从1998年监管层允许上市公司选择增发融资后,增发逐渐替代配股成为上市公司再融资的主要方式,尤其是股权分置改革完成后,通过配股实现再

融资的上市公司无论是公司数量还是融资规模都逐渐减少,2006－2009 年,累计选择配股融资的上市公司占全部股权再融资公司的比重仅为 5.21%,同期的配股融资金额占全部股权再融资金额的比重也仅为 4.69%;二是随着创新型融资工具的推出,目前定向增发已经成为上市公司再融资的主要手段,定向增发与公开增发同属于上市公司增发融资行为,将两者对比研究可以凸显中国上市公司股权再融资的行为特征。正是基于上述两个方面的考虑,本章主要考察上市公司增发方式的决定因素。

4.2　理论分析与研究假设

东亚国家存在大量的家族控股企业(Claewwens et al.,2000),这些企业通过金字塔持股结构使得控股股东拥有比现金流权更多的投票权,由此产生大量的控制权收益(Dyck and Zingales,2004)。控股股东为了防止控制权稀释进而维护控制权利益成为企业再融资时选择何种融资方式的重要决定因素。在中国,由于定向增发的对象最多不能超过 10 名投资者,如果全部向外部股东定向增发,显然会改变公司原有的股权结构,对于大股东持股比例过低的上市公司来说,稀释控制权的作用会更加明显。而公开增发则不同,由于上市公司原有股东对公司增发新股有优先认购权,如果公司原有股东按增发比例全额认

购新增股票,则与配股类似,大股东的控制权收益并不会因为增发新股而产生过分稀释。

股改后推出的定向增发再融资方式,监管机构只对其发行对象的数量加以限制,即不得超过10名投资者,而对于发行对象的性质并无硬性规定。也就是说,定向增发的对象既可以全部是外部投资者,也可以同时向外部投资者和公司大股东或公司关联企业共同增发,甚至可以是大股东单独认购。由此可见,上市公司大股东的持股比例与其是否选择定向增发存在不确定性,如果大股东持股比例较低,这时既可以选择公开发行,也可以选择定向增发并认购新增股份,无论哪种方式,大股东自身控制权都不会被过度稀释。而对于已经选择定向增发的上市公司来说,如果大股东持股比例较低,通过定向增发认购公司增发新股不失为增强对上市公司控制力的一种便捷途径。基于以上分析,我们提出如下假设:

H1:对于实施定向增发的上市公司来说,大股东控股力越弱,越有动力参与认购上市公司增发新股。

中国资本市场作为一个处于转轨时期的新兴市场,具有与成熟市场不同的阶段性特征。最初的资本市场脱胎于转轨经济,由于当时市场规模较小并且很多国有企业历史负担过重,使得国有企业往往采取分拆上市模式进入资本市场。随着股权分置改革的顺利完成,证监会、国务院国资委等管理层相继发布《关于提高上市公司质量意见》、《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指

导意见》等文件，支持具备条件的优质大型企业集团实现整体上市，鼓励不具备整体上市条件的企业集团把优质主营业务资产逐步注入到上市公司，以期实现做优做强上市公司的目的。在全流通时代，上市公司大股东关注的焦点已由原来的公司净资产逐渐转移到上市公司市值，国有控股上市公司有着更强的动机“做大做强”上市公司，通过资本运作逐步将场外优质资产证券化，以实现国有资产的保值增值。与公开发行没有明确的锁定期不同，对于实施定向增发的上市公司，新增股份将有一年或三年的锁定期，这样就较好地缓解了新增股份对市场短期的冲击作用，使得中小投资者相对愿意接受上市公司定向增发融资。另一方面，定向增发发行对象主要针对上市公司原有大股东或机构投资者，与中小投资者过分关注上市公司短期利益不同，上述投资者认购公司新增股份将更关心公司的长远战略利益，这与国有控股上市公司肩负国有资产保值增值的动机不谋而合。由此可见，通过定向增发可以较好地实现国有控股上市公司的融资需求。基于以上分析，我们提出如下假设：

H2：上市公司决定股权再融资时，控股股东为国有性质时更倾向于采取定向增发方式。

由于信息不对称，公司对外发行股票融资往往被认为公司价值被高估，致使管理者宁愿放弃 NVP 为正的投资项目也不愿意增发新股对外融资，进而导致企业出现“投资不足”（Myers and Majluf，1984）。

但是，如果公司管理者能够低成本地向市场释放公司内部信息，或是外部投资者愿意并且有能力评估公司的真实价值，通过减小信息不对称程度可以有效地缓解“投资不足”问题。Eckho and Masulis(1992)证实公司决定配股融资时选择承销方式利用投行鉴证公司价值可以较好地缓解融资的信息不对称程度，减少逆向选择成本。随着信息不对称程度的增强，当通过承销配股或是公开增发等手段已经无法顺利实现融资目的时，私募发行便成为公司实现再融资的次优选择(Hertzel and Smith,1993;Wu,2004)。

在中国资本市场上，上市公司再融资行为往往被认为是企业内部人在面临多种约束条件下谋求自身效用最大化的结果(陆正飞和叶康涛,2004)，能否顺利实现再融资受多种因素的共同制约，而信息不对称程度直接影响了再融资方式的选择。当企业面临较低的信息不对称时，对于未来前景乐观的上市公司，中小股东更愿意参与公司的增发新股，此时公司采取公开发行便可以顺利实现融资。随着企业信息不对称程度增大，与中小投资者相比，机构投资者拥有更强的能力甄别公司的真实价值(Grinblatt and Titman,1993;Gibson et al. ,2004)，公司管理者可以通过向机构投资者推介来减少双方的信息不对称，因此，定向增发将取代公开发行成为公司再融资的手段。

定向增发的对象既可以全部是外部投资者，也可以同时是外部投资者和公司大股东，甚至可以是大股东单独认购。当公司价值的信息不对称程度增大时，如果机构投资者也不愿意单独认购公司新增股

份,公司将采取向大股东定向增发的方式来向外界传递有关公司真实价值的信息,毕竟与外部股东相比,公司大股东更了解公司的真实价值,大股东参与定向增发,可以较好地减少信息不对称。基于以上的分析,我们提出假设:

H3:上市公司信息不对称程度越高,股权再融资时越易于采取定向增发方式。

H4:对于实施定向增发的上市公司,信息不对称程度越高,越倾向于向大股东增发。

4.3 研究设计

4.3.1 样本选取

2006 年 5 月 8 日,中国证监会颁布并实施《上市公司证券发行管理办法》,至此定向增发作为股改后创新型股权再融资方式被正式推出。从数据的可获得性以及更好地将公开增发与定向增发进行对比研究的角度考虑,本章的研究样本选定为 2006 - 2009 年在沪、深两市实施增发融资的 A 股上市公司。我们对上述时间段内的观测值进行了如下处理:

(1)对于定向增发的 403 个观测值,首先剔除在样本期内有过公

开发行的公司，共计30个观测值（其中公开增发24个观测值，配股6个观察值）；然后剔除金融类上市公司，共计8个观察值；最后剔除缺失股本数据公司，共计1个观察值。

（2）对于公开增发的78个观测值，首先剔除在样本期内同时发生公开增发和配股的公司，共计3个观察值；然后剔除在样本期内有过定向增发的公司，共计22个观测值。

经过筛选后，共得到符合条件的定向增发样本共计364个观测值，涉及330家上市公司①，其中大股东参与定向增发样本总计188个观测值，在上述样本中以资产认购增发股份总计109个观察值，其余全部以现金认购增发股份；公开增发共计53个观测值，涉及51家上市公司②。有关样本选取的具体情况见表4－1。

表4－1　定向增发与公开样本分类

	定向增发
原始观测值	403
剔除交叉融资样本	30
剔除金融类样本	8
剔除缺失股本数据样本	1
最终观测值	364
其中：大股东参与	188
非现金认购	109
现金认购	79
	公开增发
原始观测值	78
剔除交叉融资样本	25
最终观测值	53

为了控制极端值的影响，我们采用 winsorization 的方法对极端值

① 在样本期内，3家上市公司实施了3次定向增发，28家上市公司实施了2次定向增发。
② 在样本期内，2家上市公司实施了2次公开增发。

进行处理，对所有小于 1% 分位数（大于 99% 分位数）的变量，令其值分别等于 1% 分位数(99% 分位数)。本章增发数据来源于 Wind 数据库，其他财务数据来自于 CCER 数据库。

表 4 - 2 中的 Panel A 和 Panel B 给出了上市公司增发融资的行业和年份统计。从行业统计来看，选择公开增发的上市公司主要集中于制造业，占全部公开增发样本比例超过 80% 以上，而选择定向增发的上市公司几乎涵盖了所有行业，但仍然以制造业居多，占全部定向增发样本比例接近 60%。从年份跨度来看，2007 年以来，每年分别选择公开增发和定向增发的上市公司数量大体相当，但定向增发公司绝对数量远超过公开增发公司。Panel C 给出了增发融资金额和增发比例按照发行方式划分的统计分类。从总体上看，公开增发融资金额（均值为 9.16 亿元）小于定向增发（均值为 16.81 亿元）。按照有无大股东参与对增发样本细分后，我们发现对于定向增发中的大股东以资产认购的融资额（均值为 29.01 亿元）远大于其他各类融资金额。从增发比例上看，定向增发的增发比例（均值为 40.90%）大于公开增发（均值为 15.93%），并且定向增发中的大股东以资产认购时的增发比例（均值为 56.67%）最高。

表 4-2　2006-2009 年中国上市公司增发融资分类统计

Panel A：增发公司数量及融资金额的行业分类统计

行业	公开增发				定向增发			
	N	比重（%）	融资金额（亿元）	比重（%）	N	比重（%）	融资金额（亿元）	比重（%）
A 农、林、牧、渔业	0	0.00	0.00	0.00	12	3.30	119.08	1.94
B 采掘业	1	1.89	6.31	1.30	8	2.20	240.82	3.93
C 制造业	43	81.13	362.77	74.68	212	58.24	2957.17	48.29
D 电力、煤气及水的生产和供应业	2	3.77	42.84	8.82	15	4.12	503.53	8.22
E 建筑业	3	5.66	21.53	4.43	12	3.30	106.69	1.74
F 交通运输、仓储业	2	3.77	29.51	6.08	16	4.40	685.93	11.20
G 信息技术业	0	0.00	0.00	0.00	14	3.85	164.11	2.68
H 批发和零售贸易业	0	0.00	0.00	0.00	17	4.67	198.74	3.25
J 房地产业	1	1.89	12.00	2.47	29	7.97	680.46	11.11
K 社会服务业	0	0.00	0.00	0.00	10	2.75	248.49	4.06
L 传播与文化产业	0	0.00	0.00	0.00	2	0.55	7.92	0.13
M 综合类	1	1.89	10.78	2.22	17	4.67	210.40	3.44
合计	53	100	485.74	100	364	100	6123.34	100

Panel B：增发公司数量及融资金额的年份分类统计

年份	公开增发				定向增发			
	N	比重（%）	融资金额（亿元）	比重（%）	N	比重（%）	融资金额（亿元）	比重（%）
2006	3	5.66	24.34	5.01	39	10.71	604.50	9.87
2007	25	47.17	211.42	43.53	116	31.87	1612.40	26.33
2008	15	28.30	116.39	23.96	100	27.47	1610.00	26.29
2009	10	18.87	133.59	27.50	109	29.95	2296.63	37.51
合计	53	100	485.74	100	364	100	6123.53	100

Panel C：发行方式与增发融资金额和增发比例的分类统计

		融资金额(亿元)	增发比例(%)
	N	均值	均值
公开增发	53	9.16	15.93
大股东参与	11	13.05	18.25
无大股东参与	42	8.15	15.32

续表

定向增发	364	16.81	40.90
大股东参与	188	21.95	45.95
以资产认购	109	29.01	56.67
以现金认购	79	12.21	31.14
无大股东参与	176	11.32	35.51

注：融资金额 = 增发价格 × 增发股份，增发比例 = 增发股份 ÷ 增发前一个月末总股本

我们认为，凡是发行对象涉及大股东或者是大股东关联方的都等同为大股东参与，并且将以下两种情况都视为大股东参与：①大股东全部参与；②大股东和其他机构投资者共同参与。我们将以下两种情况都视为大股东以资产认购：①大股东全部用资产认购定向增发股份；②大股东同时以资产和现金认购定向增发股份。

4.3.2　模型设计与变量界定

由于上市公司决定增发融资时，选择公开增发还是定向增发是一个 0 - 1 虚拟变量，因此本章采取 Logit 模型实证检验股权结构和信息不对称对上市公司融资方式选择的影响。被解释变量为增发方式选择的虚拟变量 *Way*，如果采取定向增发方式，则 *Way* 取值为 1，否则为 0。同时，我们对实施定向增发的上市公司进一步分析，并设增发对象的虚拟变量 *Identity*，如果上市公司大股东参与认购，则 *Identity* 取值为 1，否则为 0；对于大股东参与认购的定向增发，设大股东认购方式的虚拟变量 *Subscription*，如果大股东以资产认购，则 *Subscription* 取值为 1，否则为 0。依照上述分类，本章有以下三个待检验模型：

$$\text{logit}P(Way) = \alpha_0 + \alpha_1 CSDum + \alpha_2 Control + \alpha_3 Fraction + \alpha_4 CS * Fraction + \alpha_5 Size + \alpha_6 MBDum + \alpha_7 ROA + \alpha_8 Lev + \varepsilon \quad (4-1)$$

$$\mathrm{logit}P(Identity) = \beta_0 + \beta_1 CSDum + \beta_2 Control + \beta_3 Fraction + \beta_4 CS * Fraction + \beta_5 Size + \beta_6 MBDum + \beta_7 ROA + \beta_8 Lev + \varepsilon \quad (4-2)$$

$$\mathrm{logit}P(Subscription) = \gamma_0 + \gamma_1 CSDum + \gamma_2 Control + \gamma_3 Fraction + \gamma_4 Size + \gamma_5 MBDum + \gamma_6 ROA + \gamma_7 Lev + \gamma_8 Hostlist + \varepsilon \quad (4-3)$$

我们从大股东控制力（*CSDum*）和股权性质（*Control*）两个方面考察股权结构对增发融资方式选择的影响。参照 Cronqvist and Nilsson（2005）的做法，我们将大股东控制力定义为虚拟变量，即增发前一年末上市公司第一大股东持股比例大于50%，则取值为1，否则取0。而对于实施定向增发的上市公司，大股东控制力越强，越倾向于向机构投资者增发，因为这样既可以实现公司的融资需求，也不会因此削弱大股东对公司的控制权。相对于非国有控股公司，国有控股上市公司更倾向于通过定向增发实现再融资。

我们选定增发比例（*Fraction*）、公司规模（*Size*）、市净率（*MB*）三个指标作为衡量信息不对称的代理变量。其中增发比例作为公司融资的重要特征是本书重点关注的变量，但是目前国外学者对增发比例的信息含义存在争议，Hertzel and Smith（1993）认为增发比例越大，公司的信息不对称程度更低，而按照 Ambarish et al.（1987）的理论，较大的发行比例意味着公司未来可能拥有更好的投资机会。在中国资本市场上，定向增发已经不仅是满足公司简单的融资需求，上市公司还可以利用定向增发实现资产注入、引入战略投资者以及并购重组等多重目的。结合中国资本市场定向增发的实践背景，我们认为增发比例

与公司的信息不对称程度正相关。此外,公司规模越大,投资者获取信息的成本越低,信息不对称程度越小;而市净率越高的公司,表明公司的成长机会越好,信息不对称程度越大。

为了分离股权结构和信息不对称对增发方式选择的综合影响,我们在回归模型中设置大股东控制力和增发比例的交叉项,用以检验控制股权结构后信息不对称对增发方式选择的影响。

具体的变量定义如表 4 - 3 所示。

表 4 - 3　主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
CSDum	大股东控制力	参照 Cronqvist and Nilsson(2005),将 CSDum 设为虚拟变量,增发前一年末上市公司第一大股东持股比例大于 50%,则取值为 1,否则取 0
Control	股权性质	虚拟变量,上市公司终极控制人类别,若为国有股东性质,则取值为 1,否则为 0
Fraction	发行比例	增发股份/增发前一个月末上市公司总股本
Size	公司规模	增发前一年末上市公司总资产的自然对数
MBDum	市净率	虚拟变量,参照 Hertzel and Smith(1993),若上市公司 MB 大于样本均值,则取值为 1,否则为 0
ROA	总资产收益率	增发前一年末上市公司净利润/总资产
Lev	资产负债率	增发前一年末上市公司总负债/总资产
Hostlist	整体上市	虚拟变量,若上市公司定向增发目的为整体上市时,则取值为 1,否则为 0

4.4 实证检验结果

4.4.1 描述性统计

表4-4是主要变量的描述性统计。我们将全部增发样本按照增发方式不同分为公开增发和定向增发，Panel A是公开增发样本变量的描述统计，共计53个观测值；Panel B是定向增发样本变量的描述统计，共计364个观测值；Panel C是公开增发与定向增发主要变量的差异检验。从描述性统计中我们可以看出，选择定向增发的上市公司第一大股东持股比例均值为36%，略大于公开增发样本均值35%，但是统计上不显著，说明大股东的持股比例与选择何种融资方式存在不确定性。面对两种不同增发方式，国有控股上市公司更倾向于选择定向增发，并且在统计上显著，初步证明了假设2(H2)。定向增发的发行比例均值为41%，大于公开增发样本均值16%，且统计上显著，说明信息不对称程度越大的公司越倾向于选择定向增发，初步证明了假设3(H3)。但作为衡量信息不对称程度的其他代理变量，仅从描述性统计上看，公开增发与定向增发并无显著差异，我们将在回归分析中进一步检验。此外，公开增发样本中总资产收益率均值显著大于定向增发样本，也就是说公开增发样本总体的盈利能力要好于定向增发样

本，这与监管机构要求公开发行上市公司必须具备较高的盈利能力结果一致。[①]

表 4－4　主要变量描述性统计

Panel A：公开增发样本						
VARIABLES	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CS	53	0.3508	0.3598	0.1508	0.1115	0.6107
CSDum	53	0.2075	0	0.4094	0	1
Control	53	0.4151	0	0.4975	0	1
Fraction	53	0.1593	0.1231	0.1023	0.0667	0.5310
Size	53	21.6975	21.4848	0.9829	20.0588	23.5719
MB	53	4.3997	3.2180	2.9603	1.0492	14.1290
MBDum	53	0.3774	0	0.4894	0	1
ROA	53	0.0176	0.0176	0.0093	0.0001	0.0423
Lev	53	0.5368	0.5524	0.1446	0.2523	0.8033
Panel B：定向增发样本						
VARIABLES	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
CS	364	0.3600	0.3536	0.1465	0.1115	0.6107
CSDum	364	0.2253	0	0.4183	0	1
Control	364	0.6209	1	0.4858	0	1
Fraction	364	0.4090	0.2362	0.4176	0.0667	1.5906
Size	364	21.5316	21.5020	1.0459	19.6679	24.6789
MB	364	4.2250	2.8733	3.5258	0.9030	14.1290
MBDum	364	0.3214	0	0.4677	0	1
ROA	364	0.0135	0.0114	0.0120	−0.0041	0.0423
Lev	364	0.5745	0.5814	0.1771	0.2437	0.9158
Hostlist	364	0.1154	0	0.3199	0	1

① 2006 年 5 月颁布并实施的《上市公司证券发行管理办法》第 13 条规定，选择公开增发的上市公司，最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。而对于选择定向增发的上市公司，盈利能力要求并没有统一规定。

续表

Panel C:公开增发与定向增发主要变量的差异检验

VARIABLES	公开增发		定向增发		差异
	N	均值	N	均值	(p值)
CS	53	0.3508	364	0.3600	-0.0092 (0.3338)
CSDum	53	0.2075	364	0.2253	-0.0178 (0.3864)
Control	53	0.4151	364	0.6209	-0.2058*** (0.0021)
Fraction	53	0.1593	364	0.4090	-0.2497*** (0.0000)
Size	53	21.6975	364	21.5316	0.1659 (0.1388)
MB	53	4.3997	364	4.2250	0.1747 (0.3658)
MBDum	53	0.3774	364	0.3214	0.0560 (0.2096)
ROA	53	0.0176	364	0.0135	0.0041*** (0.0092)
Lev	53	0.5368	364	0.5745	-0.0377* (0.0700)

注:*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

4.4.2 回归检验

1. 股权结构、信息不对称与增发方式选择[①]

表4-5中的Model 1报告了增发方式选择的Logit检验。回归结

① 与公开增发投资者只能以资金认购新增股份不同,定向增发的对价方式既可以是现金也可以是资产。为了加强可对比性,我们在增发方式和发行对象两个实证检验中剔除以资产认购定向增发股份的样本。

果显示，*CSDum* 的估计系数为正，但统计上并不显著，说明大股东的持股比例与其选择何种融资方式存在不确定性，大股东控制力较弱的公司既可以选择公开发行也可以选择向机构投资者定向增发。*Control*系数显著为正，表明上市公司决定增发新股时，公司控制人为国有性质时更倾向于采取定向增发方式，这一回归结果证明了假设2。根据信息不对称理论假设，公司规模与信息不对称程度负相关，*Size* 系数显著为负，表明信息不对称程度越小的公司，越倾向于公开增发，这与假设3结论一致。同属于信息不对称代理变量的 *Fraction* 系数显著为正，也就是说增发比例越大的公司由于未来可能面临更好的成长机会导致公司的信息不对称程度越大，进而更倾向于选择定向增发，进一步支持了假设3的结论。此外，*ROA* 系数为负，表明相对于定向增发，公开增发公司的盈利能力更好。

表4-5　股权结构、信息不对称与定向增发的回归结果

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Way		Identity		Subscription	
VARIABLES	系数	P值	系数	P值	系数	P值
Constant	6.46	(0.119)	-11.15***	(0.001)	2.29	(0.593)
CSDum	0.84	(0.256)	-2.08***	(0.004)	0.91*	(0.062)
Control	0.63*	(0.075)	0.33	(0.307)	0.32	(0.454)
Fraction	5.39***	(0.008)	-0.49	(0.328)	2.28***	(0.000)
CSDum * Fraction	-3.70	(0.301)	5.02**	(0.041)		
Size	-0.35*	(0.085)	0.51	(0.103)	-0.16	(0.443)
MBDum	0.02	(0.951)	-0.40	(0.245)	1.12***	(0.005)
ROA	-3.73	(0.844)	-16.02	(0.356)	30.08*	(0.065)
Lev	2.40*	(0.086)	-0.41	(0.710)	-1.68	(0.111)
Hosting					3.33***	(0.002)
Observations	308		255		188	
Pseudo R - squared	0.12		0.09		0.27	
Chi square test	34.91*** (0.0000)		29.16*** (0.0002)		69.97*** (0.0000)	

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

2. 基于定向增发发行对象的进一步检验

表4－5中的Model 2报告了定向增发发行对象选择的Logit检验。回归结果显示，*CSDum*的估计系数显著为负，表明对于实施定向增发的上市公司，大股东控制力越弱，越倾向于参与认购新增股份，以巩固或维持大股东对上市公司的控制权，支持了假设1的后半结论。*Control*系数为正，表明对于实施定向增发的上市公司来说，控股股东为国有性质时更倾向于参与认购上市公司增发新股，但并不显著。*Fraction*系数为负，但统计上并不显著。而*CSDum* * *Fraction*交叉项系数显著为正，表明对于实施定向增发的上市公司，当大股东控制力较强时，公司信息不对称越大时，越倾向于向大股东定向增发。也就是说，在控制了股权结构变量后，公司的信息不对称程度与定向增发的选择概率正相关，支持假设4的结论。对于上述结论，我们给出如下解释：大股东对上市公司的控制力越强，其与上市公司利益联结越紧密（Shleifer and Vishny，1986），也越有动力支持公司未来发展。并且控制力较强的大股东相对其他投资者更了解公司未来的成长机会（Myers and Majluf，1984），当公司面临较大的融资需求时，大股东更愿意参与认购公司新增股份。

3. 基于定向增发认购方式的进一步检验

股改后推出的定向增发一个重要特征是投资者既可以通过现金认购新增股份，也可以通过资产认购新增股份，而且上市公司大股东

认购定向增发新股时往往更愿意采取资产对价方式,这与其他股权再融资方式(如配股、公开增发等)只能以现金认购相比显著不同。由于中国资本市场特殊的制度特征,很多企业上市之初往往采取的是分拆上市,随着股权分置改革的完成,上市公司流通股与非流通股实现了同股同价,一些上市公司大股东为了最大化自身股权价值,往往有更强的动机选择通过定向增发来实施对控股上市公司的资产注入。表4-5中的Model 3报告了定向增发认购方式选择的Logit检验。回归结果显示,*Hostlist*系数显著为正,表明准备整体上市的公司实施定向增发时,大股东往往采取资产认购新增股份。与此同时,*CSDum*系数显著为正值,表明大股东控制力越强,越有动力将其拥有的非上市资产注入到上市公司。实证结果表明,股改后通过资产认购来实现对上市公司资产注入已经成为上市公司定向增发的又一个重要目的。

4.4.3 稳健性测试

首先,我们将行业和年份作为控制变量放到上述三个Logit模型中,发现与原模型相比,加入行业和年份变量后,模型各个变量系数都没有发生任何改变。然后,为了考察股权结构变量的稳健性,我们用第一大股东持股比例绝对值和第一大股东持股数量/第二大股东至第五大股东持股数量之和分别来替代*CSDum*,回归结果显示,基本结论未变。限于篇幅,我们没有在文中报告以上回归结果。

4.5 本章小结

本章以2006－2009年在沪、深两市通过增发新股(包括公开增发与定向增发)实现再融资的A股上市公司为研究对象,实证检验股权结构和信息不对称因素对上市公司选择不同增发方式的影响。研究结果表明:股权结构显著影响上市公司增发方式的选择,上市公司终极控制人为国有性质时,越倾向于选择定向增发,对于实施定向增发的上市公司,大股东控制力越弱,越倾向于认购新增股份。与此同时,信息不对称理论也可以较好地解释增发方式与增发对象选择,信息不对称程度越大的公司越倾向于选择定向增发,并且在实施定向增发时,更愿意选择向大股东发行。此外,上市公司拟实施整体上市时,定向增发往往伴随着资产认购。

与以往的文献不同,本章首次在全流通背景下从股权结构、信息不对称两个角度研究中国上市公司增发融资方式选择问题。本章的研究拓展了信息不对称理论在企业融资特别是增发融资方面的研究视野。

第5章 发行溢价、市场折扣与定向增发宣告效应

5.1 引言

长期以来，私募发行的市场折扣和宣告效应一直是公司股权再融资领域关注的热点问题。大量国外文献显示，虽然世界各国股票发行制度存在较大差异，但绝大多数国家股市都存在私募发行的市场折扣(Wruck, 1989; Hertzel and Smith, 1993; Chen et al., 2002; Wu et al., 2005)，同时还伴随着短期正的宣告效应(Hertzel and Smith, 1993; Kato and Schallheim, 1993; Krishnamurthy et al., 2005; Renneboog et a1., 2007)。对于私募发行的高折价率及正向宣告效应，国外学者分别从

监管效应(monitoring effect)假说、信息不对称(asymmetric information)假说、巩固控制权(managerial entrenchment)假说、投资者过度乐观(investor overoptimism)假说等多个视角分别进行了卓有成效的研究。

股权分置改革完成后,定向增发作为创新性金融工具已经成为上市公司实施股权再融资的最重要方式。然而,中国的定向增发与国外的私募发行相比,既有普通私募融资的共性特征,比如都是对少数特定对象的非公开发行、增发股份都要经历一定的锁定期等,又有自身鲜明的特性特征,比如认购方式可以包括现金、资产等多种形式、监管机构对增发价格有严格的下限管制、对不同增发对象的锁定期差异极大等。那么,在中国资本市场上实施定向增发的上市公司股价将会如何波动,是否与国外研究结论一致?由于在发行对象和发行价格确定方面,定向增发比公开增发更加灵活,上市公司在选择定向增发融资时更愿意采取折价发行还是溢价发行?对于参与对象和认购方式等不同类型的定向增发,市场折扣和宣告效应是否存在差异,并受到哪些因素影响?显然,结合中国资本市场的特殊制度背景研究上市公司定向增发的折扣率及其宣告效应具有重要的理论和现实意义。

5.2 制度分析与研究假设

私募发行区别于其他公开发行的一个重要特征在于私募融资完

成后存在明确的限售期。资产的流动性是影响资产定价的重要因素(Merton,1969;Browne,2003),由于私募发行股份不能及时变现流通,为了补偿投资者持有私募股份的流动性风险,公司往往采取折价发行方式来实现私募融资。但是,如果公司对私募发行股份定价过低,则会导致公司财富向新股东转移,特别是在投资者保护较差的国家,这种以优惠价格认购新股以稀释中小股东权益的行为便成为掏空上市公司的手段之一(Johnson et al. ,2000)。

为了防止上市公司通过低价实施定向增发而侵害中小投资者合法权益,中国证监会对上市公司定向增发发行价格实行最低下限管制,即发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。如果上市公司选择最低价格发行,与基准价格相比,可以享受 10% 的发行折扣,而当上市公司定向增发的发行价格高于基准价格时,此时上市公司采取的是溢价发行。那么,当上市公司实施定向增发时,更愿意采取折价发行还是溢价发行?结合中国资本市场定向增发的特殊制度背景,我们认为发行对象的类别是决定定向增发发行折扣率的主要因素。一方面,相比其他普通机构投资者来说,上市公司大股东或其关联投资者认购定向增发股份要经历更长的限售期[①],较长的持股期限理应获得相应的风险补偿,出于对股份流动性补偿方面

---

① 根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第 9 条规定,发行对象属于下列情形之一的,认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让:①上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;②通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;③董事会拟引入的境内外战略投资者。而对于普通的机构投资者来说,认购的股份自发行结束之日起 12 个月内不得转让。

的考虑，大股东以相对较低价格认购增发股份符合资产的流动性价值的基本原理。另一方面，当上市公司面向普通机构投资者以募集资金为主要目的而实施定向增发时，监管机构允许上市公司通过竞价方式，按照价格优先的原则确定发行对象、发行价格和发行股数，随着投资者申报数量的增加，最终的发行价格也将水涨船高。基于以上分析，我们提出如下假设：

H1：上市公司定向增发的发行折扣率与发行对象相关。公司大股东及其关联投资者认购定向增发股份的发行折扣率要高于普通机构投资者享受的发行折扣率。

Hertzel and Smith（1993）认为私募发行市场折价是给予私募投资者评估公司价值引致的成本补偿。与公开发行相比，私募发行面临的信息不对称程度更高（Wu，2004；Cronqvist and Nilsson，2005），当公司的价值较难评估时，投资者必须耗费更多的成本来判断公司的真实价值，只有获得更大的市场折价补偿，投资者才会认购私募发行股份。由于对价方式的灵活性，定向增发除了满足上市公司通常的项目资金需求，也有助于上市公司实现资产注入及整体上市、引入战略投资者、完成并购重组等多重目标。因此，上市公司定向增发的比例越大，其未来的投资机会相对于现存资产来说更加难以评估，公司其他股东会因为未来可能存在的优质投资机会而愿意接受较高的市场折价以补偿认购定向增发股份的投资者（McConnell and Muscarella，1985）。基于以上分析，我们提出如下假设：

H2:上市公司定向增发的市场折扣率与发行比例正相关。发行比例越大,定向增发的市场折扣率越大。

根据信息不对称理论,公司管理层代表现有股东的利益而且相对于外部投资者来说对于公司价值的信息处于更有利的地位,当公司股价被市场高估时,管理层会发行股票融资以投资新项目,而当公司股价被低估时,管理层为了减少财富向新股东的转移往往会推迟发行股票,进而导致公司出现投资不足(Myers and Majluf,1984)。相比外部中小投资者来说,机构投资者和公司内部股东可能更了解公司的真实价值(Gibson et al. ,2004;Cronqvist and Nilsson,2005),当他们认为公司价值被低估时,往往愿意认购公司私募发行股份,通过私募发行可以缓解价值被低估的公司有可能发生的投资不足问题(Lucas and McDonald,1990)。在中国资本市场上,上市公司实施定向增发除了可以缓解公司投资不足以外,与公开发行相比,定向增发股份将有1年或3年的锁定期,这样就较好地缓解了新增股份对市场短期的冲击作用,使得中小投资者相对愿意接受上市公司定向增发融资。因此,当上市公司宣告定向增发时,一般会产生正的财富效应。

既然私募发行市场折价是给予私募投资者评估公司价值引致的成本补偿(Hertzel and Smith,1993),那么私募发行的市场折价越大,说明投资者愿意花费更高的成本去评估私募发行公司的真实价值,而这往往会发生在公司价值被低估时的情况。也就是说,私募发行的市

场折扣越大,说明公司价值被低估的可能性越大,公司私募发行的宣告效应会更加明显。基于以上分析,我们提出如下假设:

H3:上市公司实施定向增发可以获取正的宣告效应,并且宣告效应与定向增发市场折价正相关。

对于处于财务困境的公司来说,即使不存在信息不对称和逆向选择问题,但由于银行借款和公开发行都有较高的财务指标要求,私募发行依旧是其获取资金的重要来源(Fenn et al. ,1997;Cronqvist and Nilsson,2005)。在中国资本市场上,监管机构对上市公司公开发行有较高的盈利能力要求,而对于定向增发来说,既没有严格的连续盈利能力限制,也没有强制分红要求,发行门槛大幅降低,甚至部分亏损公司只要满足募集资金的数额和使用符合监管规定也可以实施定向增发。对过去几年或是当前盈利能力较差但未来将面临较大发展机遇的上市公司来说,利用定向增发实现融资需求便成为这些公司的现实选择。因此,对于处于财务困境的上市公司,当其宣告定向增发时,市场往往会给予正面的回应。基于以上分析,我们提出如下假设:

H4:当上市公司面临财务困境时,其定向增发的宣告效应大于非财务困境公司定向增发的宣告效应。

5.3 研究设计

5.3.1 样本选取

本章的研究样本选定为2006－2009年在沪、深两市实施定向增发融资的A股上市公司。我们对上述时间段内的观测值进行了如下处理：对于定向增发的403个观测值，剔除在样本期内有过公开发行的公司，共计30个观测值（其中公开增发24个观测值，配股6个观察值）；剔除金融类上市公司，共计8个观察值；剔除缺失股本数据公司，共计1个观察值；剔除定价基准日非董事会预案公告日的公司，共计32个观测值；剔除公告前连续6个月无交易数据、公告后交易数据缺失的公司，共计12个观察值。经过筛选后，共得到符合条件的定向增发样本共计320个观测值，涉及294家上市公司[①]，其中大股东参与定向增发样本总计168个观测值，在上述样本中以资产认购增发股份总计97个观察值，其余全部以现金认购增发股份。有关样本选取的具体情况见表5－1。

为了控制极端值的影响，我们采用winsorization的方法对极端值

① 在样本期内，2家上市公司实施了3次定向增发，22家上市公司实施了2次定向增发。

进行处理，对所有小于1%分位数（大于99%分位数）的变量，令其值分别等于1%分位数(99%分位数)。本章增发数据来源于Wind数据库，其他财务数据来自于CCER数据库。

表5-1　定向增发样本分类

	定向增发
原始观测值	403
剔除交叉融资样本	30
剔除金融类样本	8
剔除缺失股本数据样本	1
剔除定价基准日非董事会预案公告日样本	32
剔除公告前半年以上无交易数据、公告后交易数据缺失的公司	12
最终观测值	320
其中：大股东参与	168
非现金认购	97
现金认购	71

5.3.2　折扣率定义及事件窗口期选定

目前国内研究定向增发折扣率的文献较少，而且不同学者研究视角差异很大。章卫东和李德忠（2008）利用定向增发公告日前20个交易日公司股票价格均价与定向增发新股预案价格进行比较来计算折扣率，虽然采用这种方法主要是用来计算发行折扣，但用定向增发预案价格作为发行价格的替代变量存在一定问题，因为大多数上市公司在定向增发预案公告日只是承诺其预案价格不低于基准价格的90%，而最终的发行价格与预案价格差异很大，只有采用增发价格与基准价

格相比较，才能更加准确地衡量上市公司定向增发的发行折扣。张鸣和郭思永（2009）以上市公司《非公开发行股票发行情况暨上市公告书》发布日作为公告日，以定向增发议案公告日当天（及前一天）的收盘价与定向增发价格之差，再除以公告日当天的收盘价（及前一天）作为定向增发折价率的度量方法。采用该种方法计算市场折扣在国外可能适用，但简单地应用于国内研究问题颇多，其中最重要的争议就在于很多上市公司在董事会预案公告时就已经披露了定向增发信息，而真正发行完毕并上市却是数月后的事情，如果用若干月后上市公告日的股票价格与此前的预案发行价格进行比较来确认市场折扣，则很难排除期间其他信息的干扰使得度量方法失效。根据中国资本市场定向增发特殊的制度背景，我们认为定向增发的折扣率应该细分为市场折扣和发行折扣两类。

国外学者研究私募发行的折扣率通常关注的是私募发行的市场折扣，也就是说将私募发行公告后若干天（如公告后第10个交易日）的股票价格与发行价格相比较，利用信息充分释放的公告后股票价格来度量折扣率可以最确切地反映公司私募发行成本（隐性成本）。为了更好地与国外学者的研究结论相比较（Wruck，1989；Hertzel and Smith，1993；Krishnamurthy et al.，2005），我们将定向增发市场折扣率定义为公告日后第10个交易日公司股票的收盘价与定向增发发行价格之差，再除以公告日后第10个交易日公司股票的收盘价，即：

M_Discount =（公告日后第10个交易日公司股票收盘价 - 发行

价格）÷公告日后第10个交易日公司股票收盘价

同时，由于中国证监会对定向增发发行价格有明确的下限规定，上市公司实施定向增发可以享受一定的发行折扣，根据《上市公司证券发行管理办法》相关规定，我们将定向增发的发行折扣率定义为定价基准日前20个交易日公司股票均价与定向增发发行价格之差，再除以定价基准日前20个交易日公司股票均价，即：

I_Discount =（定价基准日前20个交易日公司股票均价 - 发行价格）÷定价基准日前20个交易日公司股票均价

与美国等发达国家对资本市场中的私募发行实行注册豁免不同，中国资本市场对股票发行采取核准制，任何上市公司增发新股必须要经过中国证监会批准授权后方可实施，上市公司从拟增发方案的推出到新股发行完毕期间需要经过漫长的等待期。一般情况下，上市公司定向增发从董事会预案公告到增发正式实施都要经过几个月甚至半年多时间。因此，选择不同定价基准日对最终的发行价格确认影响重大，而发行价格的高低又直接关系定向增发发行折扣率和市场折扣率的变化。

正确计算定向增发折扣率的前提是合理选定事件日（公告日）及其发行价格。本书将上市公司董事会定向增发预案公告日定义为事件日，主要基于如下两点原因：其一，目前中国上市公司实施定向增发时对价格的确认可以选取多种定价基准日[①]，而绝大多数上市公司都

① 如本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日以及发行期的首日等。

将董事会预案公告日作为定价基准日确定发行价格;其二,在董事会预案公告日,上市公司首次公开披露定向增发相关信息,其后公司股价的波动可以有效传递信息公开后的市场反应,符合事件研究(event study)基本假设(Brown and Warner,1980;Ball and Torous,1988)。

5.3.3 模型设计与变量界定

本章使用的回归模型如下:

$$Discount = \alpha_0 + \alpha_1 Identity + \alpha_2 Fraction + \alpha_3 Industry + \alpha_4 Year + \varepsilon \tag{5-1}$$

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 M_Discount + \beta_2 FD + \beta_3 Identity + \beta_4 Fraction + \beta_5 Run\text{-}ups + \beta_6 Size + \beta_7 MB + \beta_8 ROA + \beta_9 Lev + \beta_{10} Industry + \beta_{11} Year + e \tag{5-2}$$

$$CAR = \gamma_0 + \gamma_1 M_Discount + \gamma_2 FD + \gamma_3 Subscription + \gamma_4 Fraction + \gamma_5 Run\text{-}ups + \gamma_6 Size + \gamma_7 MB + \gamma_8 ROA + \gamma_9 Lev + \gamma_{10} Industry + \gamma_{11} Year + \varepsilon \tag{5-3}$$

根据前面假设,我们认为影响上市公司定向增发折扣率的最主要因素应该来自于公司的发行层面,因此我们主要从发行对象(*Identity*)和发行比例(*Fraction*)两个角度考察上市公司定向增发折扣率影响因素。

为了更加深入研究定向增发短期宣告效应,我们不仅设置发行对象(*Identity*)变量考察全部样本,还设置了认购方式(*Subscription*)变量

单独考察大股东参与样本的宣告效应。除了市场折扣（*M_Discount*）和财务困境（*FD*）两个主要解释变量以外，根据相关理论及文献，我们还设置了一些控制变量：发行比例（*Fraction*）、发行前累计超额收益率（*Run - ups*）、公司规模（*Size*）、市净率（*MB*）、总资产收益率（*ROA*）、资产负债率（*Lev*），我们还同时控制了行业（*Industry*）和年度（*Year*）因素。

具体的变量定义如表5-2所示。

表5-2　主要变量定义

变量符号	变量名称	变量定义
Identity	发行对象	虚拟变量，若发行对象为上市公司大股东或其关联投资者时，则取值为1，否则为0
Subscription	认购方式	虚拟变量，若上市公司大股东或其关联投资者以资产认购增发股份时，则取值为1，否则为0
FD	财务困境	虚拟变量，若上市公司定向增发前两年每股收益为负值时，则取值为1，否则为0
Fraction	发行比例	增发股份/增发前一个月末上市公司总股本
Run - ups	发行前累计超额收益率	上市公司定向增发公告前[-120，-60]累计超额收益率
Size	公司规模	增发前一年末上市公司总资产的自然对数
MB	市净率	增发前一年末上市公司市场价值/账面价值
ROA	总资产收益率	增发前一年末上市公司净利润/总资产
Lev	资产负债率	增发前一年末上市公司总负债/总资产

在股票市场存在异常收益率的情况下，事件研究法奠基性论文（Brown and Warner，1980，1985）已经验证均值调整法、市场调整法和市场收益法三种方法都能得出相似的结论，但相比之下大多数学者更多地选择市场模型法估计异常收益。因此，我们也将采取市场模型法 $AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$，利用清洁期[-200，-60]估计市场模型

法中的参数 α 和 β，计算定向增发宣告期间的CAR。

考虑到信息提前泄露可能对公司股价产生影响，国外学者研究私募发行的宣告效应时，通常计算[-3,0]共计4个交易日的CAR（Wruck，1989；Hertzel and Smith，1993）。为了对比分析的方便，我们在考察定向增发宣告效应时也将事件窗口期选定为[-3,0]，即计算上市公司董事会定向增发预案公告日前3天至公告日共计4天的CAR。为了保持研究结论的稳健性，在回归分析时我们同时计算[-5,5]共计10个交易日的CAR作为替代指标。

5.4 实证检验结果

5.4.1 描述性统计

表5-3是定向增发折扣率的描述性统计。我们将定向增发的折扣率细分为发行折扣和市场折扣来分别研究，Panel A是定向增发发行折扣样本的描述统计，我们发现无论是全部样本，还是大股东参与样本，定向增发发行折扣率均值均为负值（中位数为0），说明在中国资本市场上，上市公司大多采取溢价发行方式实施定向增发，这与国内其他学者的研究结论差异较大（章卫东和李德忠，2008；张鸣和郭思永，2009）。Panel B是定向增发市场折扣样本的描述统计，与发行折

扣不同,无论是全部样本,还是大股东参与样本,定向增发的市场折扣率均值和中位数都为正值,中国资本市场定向增发的市场折扣率大约为30%,要高于美国股市私募发行时的市场折扣①。

表5-3　定向增发:发行折扣与市场折扣描述性统计

Panel A:I_Discount=(定价基准日前20个交易日公司股票均价-发行价格)÷定价基准日前20个交易日公司股票均价						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本	320	-0.19	0.00	0.4968	-2.68	0.10
非大股东参与	152	-0.28	-0.03	0.5912	-2.68	0.10
大股东参与	168	-0.10	0.00	0.3739	-2.68	0.10
资产认购	97	-0.06	0.00	0.3561	-2.68	0.10
现金认购	71	-0.16	0.00	0.3928	-1.77	0.10
Panel B:M_Discount=(公告日后第10个交易日公司股票收盘价-发行价格)÷公告日后第10个交易日公司股票收盘价						
	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本	320	0.30	0.32	0.335	-1.06	0.85
非大股东参与	152	0.28	0.30	0.262	-1.06	0.85
大股东参与	168	0.31	0.37	0.389	-1.06	0.85
资产认购	97	0.30	0.44	0.475	-1.06	0.85
现金认购	71	0.32	0.32	0.228	-0.37	0.80

表5-4是主要变量的描述性统计。其中,Panel A为全部样本主要变量的描述统计,共计320个观测值。同时,我们还将全部定向增发样本按照发行对象不同分为大股东参与样本和非大股东参与样本,各自样本主要变量的描述统计见Panel B和Panel C,而Panel D则是

① Hertzel and Smith(1993)、Krishnamurthy et al.(2005)研究发现美国股市私募融资的市场折扣大约为20%左右。

大股东参与样本与非大股东参与样本主要变量的差异检验。从描述性统计中我们可以看出，与全部样本相比，当大股东参与时，定向增发的发行折扣率（均值和中位数分别为 -10% 和 0）显著高于面向机构投资者时的发行折扣率（均值和中位数分别为 -28% 和 -3%），初步验证了假设1。也就是说，当机构投资者参与定向增发时，上市公司往往采取更高的溢价发行。而对于市场折扣来说，当大股东参与时，定向增发的市场折扣率（均值为31%）与面向机构投资者时的市场折扣率（均值为28%）大体相当，两者并无显著差异。由此可见，发行对象仅仅影响发行折扣率，而与市场折扣率无关。此外，按照发行对象分类，发行比例、财务困境和公司规模等变量也存在显著性差异。

表5-4　主要变量描述性统计

Panel A：全样本						
VARIABLES	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
FD	320	0.12	0.00	0.328	0.00	1.00
Fraction	320	0.38	0.23	0.386	0.07	1.59
Run-ups	320	-0.02	0.00	0.351	-0.66	0.61
Size	320	21.55	21.53	0.982	19.67	23.57
MB	320	4.27	2.95	3.427	0.90	14.13
ROA	320	0.01	0.01	0.012	0.00	0.04
Lev	320	0.57	0.58	0.169	0.24	0.92
Panel B：大股东参与样本						
VARIABLES	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
FD	168	0.15	0.00	0.357	0.00	1.00
Fraction	168	0.44	0.29	0.406	0.07	1.59
Run-ups	168	0.00	0.01	0.362	-0.66	0.61
Size	168	21.70	21.66	0.981	19.67	23.57
MB	168	4.30	3.07	3.484	0.90	14.13

续表

ROA	168	0.01	0.01	0.012	0.00	0.04
Lev	168	0.57	0.59	0.184	0.24	0.92
Panel C：非大股东参与样本						
VARIABLES	N	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
FD	152	0.09	0.00	0.290	0.00	1.00
Fraction	152	0.31	0.20	0.353	0.07	1.59
Run - ups	152	-0.04	-0.02	0.338	-0.66	0.61
Size	152	21.39	21.41	0.960	19.67	23.57
MB	152	4.25	2.85	3.374	0.90	14.13
ROA	152	0.01	0.01	0.011	0.00	0.04
Lev	152	0.57	0.56	0.151	0.24	0.92
Panel D：大股东参与样本与非大股东参与样本主要变量的差异检验						
VARIABLES	大股东参与		非大股东参与		均值差异	Wilcoxon
	均值	中位数	均值	中位数	t 检验	检验 Z 值
I_Discount	-0.10	0.00	-0.28	-0.03	0.18*** (0.0006)	3.438*** (0.0006)
M_Discount	0.31	0.37	0.28	0.30	0.03 (0.2339)	2.280** (0.0226)
FD	0.15	0.00	0.09	0.00	0.06* (0.0611)	1.546 (0.1221)
Fraction	0.44	0.29	0.31	0.20	0.13*** (0.0012)	4.171*** (0.0000)
Run - ups	0.00	0.01	-0.04	-0.02	0.05 (0.1184)	0.946 (0.3440)
Size	21.70	21.66	21.39	21.41	0.31*** (0.0026)	2.804*** (0.0050)
MB	4.30	3.07	4.25	2.85	0.05 (0.4456)	0.177 (0.8593)
ROA	0.01	0.01	0.01	0.01	-0.00 (0.6605)	-0.921 (0.3571)
Lev	0.57	0.59	0.57	0.56	-0.00 (0.5295)	0.109 (0.9133)

注：*、**、*** 分别表示显著性水平 10%、5%、1%。

5.4.2 定向增发短期宣告效应

表5-5是定向增发宣告期[-20,20]的每日超额收益(AR),我们按照全样本、大股东参与样本和大股东以资产认购样本做了分类统计。

表5-5　定向增发宣告期日超额收益的描述性统计

T	总样本(N=320)		大股东参与样本(N=168)		以资产认购样本(N=97)	
	AAR(%)	P值	AAR(%)	P值	AAR(%)	P值
-20	0.01	(0.932)	0.16	(0.508)	0.18	(0.579)
-19	0.11	(0.540)	0.08	(0.747)	-0.09	(0.790)
-18	0.17	(0.323)	0.14	(0.552)	0.06	(0.864)
-17	0.21	(0.247)	0.69***	(0.010)	0.58*	(0.065)
-16	-0.16	(0.415)	-0.17	(0.554)	-0.09	(0.801)
-15	0.06	(0.747)	-0.03	(0.910)	0.13	(0.731)
-14	0.23	(0.171)	0.14	(0.552)	0.42	(0.205)
-13	3.28	(0.335)	0.07	(0.789)	0.00	(0.998)
-12	0.11	(0.528)	0.23	(0.367)	0.48	(0.135)
-11	-0.16	(0.399)	-0.40	(0.147)	-0.63	(0.103)
-10	0.05	(0.782)	0.02	(0.926)	-0.07	(0.838)
-9	0.25	(0.168)	0.37	(0.114)	0.52	(0.132)
-8	-0.12	(0.510)	-0.07	(0.801)	0.02	(0.948)
-7	0.10	(0.608)	0.22	(0.419)	0.69*	(0.071)
-6	-0.28*	(0.085)	-0.27	(0.226)	-0.22	(0.362)
-5	0.12	(0.509)	0.16	(0.492)	0.28	(0.302)
-4	0.09	(0.634)	0.05	(0.842)	0.06	(0.868)
-3	-0.06	(0.693)	-0.09	(0.685)	-0.04	(0.895)
-2	0.30*	(0.099)	0.36	(0.155)	0.23	(0.496)
-1	0.34*	(0.060)	0.57**	(0.026)	0.70**	(0.039)

续表

T	总样本(N=320)		大股东参与样本(N=168)		以资产认购样本(N=97)	
	AAR(%)	P值	AAR(%)	P值	AAR(%)	P值
0	4.83**	(0.015)	4.33***	(0.006)	6.37**	(0.019)
1	-0.71***	(0.001)	-0.71**	(0.015)	-0.58	(0.135)
2	-0.31*	(0.087)	-0.28	(0.275)	-0.53	(0.144)
3	-0.26	(0.184)	-0.03	(0.919)	-0.33	(0.414)
4	-0.42**	(0.014)	-0.45*	(0.053)	-0.51	(0.119)
5	-0.36*	(0.092)	-0.49	(0.161)	-0.52	(0.350)
6	-0.39**	(0.018)	-0.45**	(0.049)	-0.49	(0.108)
7	-0.02	(0.915)	0.03	(0.890)	-0.14	(0.675)
8	-0.09	(0.551)	-0.24	(0.264)	-0.31	(0.291)
9	-0.17	(0.256)	-0.30	(0.119)	-0.24	(0.364)
10	-0.15	(0.330)	0.02	(0.940)	-0.19	(0.555)
11	-0.50***	(0.005)	-0.78***	(0.004)	-1.09***	(0.003)
12	-0.30*	(0.087)	-0.16	(0.557)	-0.23	(0.498)
13	-0.45**	(0.015)	-0.37	(0.183)	-0.54*	(0.087)
14	-0.40**	(0.013)	-0.17	(0.469)	-0.02	(0.943)
15	-0.37**	(0.030)	-0.13	(0.648)	-0.14	(0.717)
16	-0.14	(0.453)	-0.11	(0.670)	0.07	(0.865)
17	-0.22	(0.172)	-0.41*	(0.080)	-0.45*	(0.076)
18	-0.13	(0.421)	-0.18	(0.447)	-0.33	(0.254)
19	0.24	(0.176)	0.08	(0.713)	0.00	(0.991)
20	-0.01	(0.948)	0.13	(0.640)	0.07	(0.838)

注：*、**、*** 分别表示显著性水平10%、5%、1%。

表5-6是根据表5-5的相关数据整理出来的不同窗口期间的定向增发宣告累计超额收益（CAR）。Panel A为不同样本的定向增发宣告期CAR，我们共计列示了[-3,0]、[-1,1]、[-5,5]、[-10,10]和[-20,20]五个窗口期，在上述各个窗口期，定向增发宣告的累

表 5-6　定向增发宣告期累计超额收益的单变量检验

Panal A:不同样本的定向增发宣告期 CAR

窗口期		[-3,0]		[-1,1]		[-5,5]		[-10,10]		[-20,20]	
	N	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值	CAR	P值
全样本	320	5.40%***	(0.009)	4.45%**	(0.032)	3.54%**	(0.045)	2.71%*	(0.061)	4.30%	(0.104)
非大股东参与	152	5.65%**	(0.049)	4.75%	(0.230)	3.68%	(0.377)	2.66%	(0.543)	7.29%	(0.370)
大股东参与	168	5.16%***	(0.004)	4.19%**	(0.014)	3.42%*	(0.077)	2.76%	(0.242)	1.59%	(0.609)
资产认购	97	7.26%**	(0.016)	6.49%**	(0.025)	5.12%	(0.111)	4.70%	(0.224)	3.08%	(0.524)
现金认购	71	2.31%**	(0.012)	1.04%	(0.207)	1.10%	(0.400)	0.11%	(0.951)	-0.44%	(0.895)

Panal B:大股东参与样本与非大股东参与样本 CAR 的差异检验

窗口期	[-3,0]		[-1,1]		[-5,5]		[-10,10]		[-20,20]	
	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值
大股东参与—非大股东参与	-0.49%	(0.453)	-0.56%	(0.446)	-0.26%	(0.477)	0.10%	(0.491)	-5.70%*	(0.094)

Panal C:大股东以资产认购样本与大股东以现金认购样本 CAR 的差异检验

窗口期	[-3,0]		[-1,1]		[-5,5]		[-10,10]		[-20,20]	
	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值
资产认购—现金认购	4.95%*	(0.083)	5.45%*	(0.056)	4.02%	(0.152)	4.59%	(0.167)	3.52%	(0.289)

注:*、**、*** 分别表示显著性水平 10%、5%、1%。

计超额收益都为正值，说明在中国资本市场上，上市公司宣告定向增发可以获取短期正的财富效应，初步验证了假设3。在[-3,0]的窗口期间，定向增发宣告效应为5.40%，高于美国股市私募发行的宣告效应[①]，从分类统计样本中可以看出，当大股东以资产认购时其宣告效应最大（7.26%），而当大股东以现金认购时其宣告效应最小（2.31%）。Panal B为大股东参与样本与非大股东参与样本CAR的差异检验，我们发现，在各个窗口期，当大股东参与认购定向增发股份时的CAR要低于机构投资者参与时的CAR，并且在[-20,20]的窗口期间，大股东参与样本的CAR显著低于非大股东参与样本。与普通机构投资者只能以现金认购定向增发股份不同，当大股东参与定向增发时，其对价方式既可以是现金，也可以是非现金类资产。而Panal C列示了大股东以资产认购样本与大股东以现金认购样本CAR的差异检验，可以看出，当大股东以资产认购增发股份时的CAR要高于以现金认购时的情况。

5.4.3 回归检验

1. 定向增发发行折扣与市场折扣的回归结果

表5-7报告了定向增发发行折扣和市场折扣的回归结果。Model 1

① Wruck（1989）研究发现美国股市私募融资的宣告效应大约为4.41%，而Hertzel and Smith（1993）、Krishnamurthy et al.（2005）采用更大样本研究后发现美国股市私募发行的宣告效应仅为1.72%和2.21%。

的回归结果显示，*Identity* 系数在1%水平上显著为正，表明公司大股东及其关联投资者认购定向增发股份的发行折扣率要高于普通机构投资者享受的发行折扣率，支持假设1的结论。Model 2 的回归结果显示，*Fraction* 系数也在1%水平上显著为正，说明发行比例越大，定向增发的市场折扣率越大，验证了假设2的结论。与公开增发投资者只能以资金认购新增股份不同，定向增发的对价方式既可以是现金也可以是资产。为了保证研究结论的稳健性，我们在全部样本中剔除资产认购样本后重新回归，Model 3 和 Model 4 的回归结果显示变量系数没有发生改变。

表5－7　定向增发发行折扣与市场折扣的回归结果

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	I_Discount		M_Discount		I_Discount		M_Discount	
VARIABLES	系数	P值	系数	P值	系数	P值	系数	P值
Constant	−0.44**	(0.012)	0.32***	(0.005)	−0.45**	(0.020)	0.25***	(0.008)
Identity	0.19***	(0.000)	0.03	(0.375)	0.16**	(0.029)	0.04	(0.213)
Fraction	0.09	(0.190)	0.16***	(0.000)	0.05	(0.611)	0.18***	(0.000)
Industry	Control		Control		Control		Control	
Year	Control		Control		Control		Control	
Observations	320		320		223		223	
R－squared	0.2029		0.2528		0.2646		0.2339	
F test	4.82***	0.000	6.41***	0.000	4.63***	0.000	3.93***	0.000

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

2. 市场折扣、财务困境与定向增发宣告效应的回归结果

表5－8报告了市场折扣、财务困境与定向增发宣告效应的多元回归结果。其中，Model 1 是全部样本的回归，共计320个观测值。回归结果显示，主要变量 *M_Discount* 和 *FD* 都在1%水平显著。其中，

M_Discount系数显著为正，表明市场折扣与定向增发宣告效应正相关，定向增发的市场折扣越大，公司价值被低估的可能性越大，公司定向增发的财富效应越显著，验证了假设3的结论。同时，*FD*系数也显著为正，表明对于面临财务困境的上市公司来说，在其他融资成本较高或是难以获得的情况下，通过定向增发募集资金成为此类上市公司防止其公司财务状况进一步恶化以及抓住未来新的投资机会以期实现扭亏为盈的救命稻草，与非财务困境公司相比，投资者会预期面临财务困境的上市公司未来财务状况得到改善的可能性更大，因此，其定向增发的宣告效应要好于非财务困境类上市公司，支持了假设4的结论。

表5-8　市场折扣、财务困境与定向增发宣告效应的回归结果（一）

	Model 1		Model 2		Model 3	
	CAR [-3,0]		CAR [-3,0]		CAR [-3,0]	
VARIABLES	系数	P值	系数	P值	系数	P值
Constant	0.31	(0.545)	0.14	(0.844)	0.49	(0.247)
M_Discount	0.20***	(0.003)	0.29**	(0.012)	0.06*	(0.081)
FD	0.26***	(0.000)	0.20*	(0.055)	0.19***	(0.000)
Identity	-0.08	(0.177)	-0.08*	(0.074)		
Subscription					0.03*	(0.068)
Fraction	0.11*	(0.054)	0.23**	(0.021)	0.04	(0.444)
Run-ups	0.01	(0.862)	0.03	(0.716)	0.01	(0.824)
Size	-0.03	(0.264)	-0.02	(0.502)	-0.03	(0.120)
MB	-0.03***	(0.000)	-0.04***	(0.000)	-0.01*	(0.078)
ROA	4.12**	(0.025)	5.29*	(0.063)	3.77***	(0.008)
Lev	0.16	(0.227)	0.34	(0.112)	-0.02	(0.850)
Industry	Control		Control		Control	
Year	Control		Control		Control	
Observations	320		223		168	
R-squared	0.2081		0.2334		0.3170	
F test	3.38***	(0.0000)	2.63***	(0.0002)	2.91***	(0.0001)

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

此外，我们还发现 *Fraction* 系数显著为正，即发行比例与定向增发的宣告效应正相关。由于认购定向增发股份的投资者主要是机构投资者或是公司的主要股东，相比其他中小投资者，这些机构投资者或是公司主要股东有更强的能力识别公司的真实价值，他们愿意参与认购公司新增股份越多，即公司增发比例越大，意味着公司当前股价可能被低估或是未来可能拥有更好的投资机会，因此定向增发的宣告效应会更好。*MB* 系数显著为负，*MB* 作为市场时机的代理变量，其值越大，表明当前公司股价被高估的可能性越大时，因此其定向增发的宣告效应越小。*ROA* 系数显著为正，说明盈利能力越好的公司，定向增发宣告的财富效应也越大。*Size* 系数为负，表明公司规模与定向增发的宣告效应负相关，但并不显著。

为了保证研究结论的稳健性，我们在全部样本中剔除资产认购样本后重新回归，Model 2 是全部现金认购样本的回归，共计 223 个观测值。回归结果显示，与 Model 1 相比，各个变量系数符号都没有发生改变，但 *Identity* 系数的显著性程度却发生了变化。在 Model 1 中，*Identity* 系数为负值但不显著，而在 Model 2 中，*Identity* 系数却在 10% 水平上显著为负，这说明，虽然对于全部样本来说，大股东是否参与认购定向增发股份的宣告效应没有显著差异，但是对于全部现金认购样本来说，当大股东参与认购时，定向增发的宣告效应小于面向机构投资者的定向增发，这与 Krishnamurthy et al. (2005) 等人研究发现美国股市私募发行对象为公司关联投资者时宣告效应更大的结论相反。

当公司大股东参与定向增发时，其既可以选择以现金认购新增股份，也可以选择以股权等非现金性资产作为对价方式认购新增股份，因此，我们设置认购方式（*Subscription*）变量单独考察大股东参与样本的宣告效应。Model 3 是全部大股东参与样本的回归，共计 168 个观测值。回归结果显示，*Subscription* 系数在 10% 水平上显著为正，意味着当大股东参与定向增发时，与现金认购相比，大股东以资产认购定向增发股份时的宣告效应更大。

5.4.4 稳健性测试

首先，我们选择窗口期[-5,5]替代[-3,0]，计算上市公司定向增发公告日前后共计 10 个交易日的 CAR，表 5 -9 报告了宣告期为[-5,5]的定向增发宣告效应的多元回归结果，与表 5 -8 相比，模型主要变量系数没有发生改变。然后，我们又采用市场调整法重新计算定向增发宣告期 CAR，带入到多元回归模型中发现回归结果与研究假设一致，从而说明我们的研究结果是稳健的。限于篇幅，我们没有在文中报告采用市场调整法计算 CAR 的回归结果。

表 5 -9 市场折扣、财务困境与定向增发宣告效应的回归结果(二)

	Model 1		Model 2		Model 3	
	CAR [-5,5]		CAR [-5,5]		CAR [-5,5]	
VARIABLES	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
Constant	0.04	(0.949)	-0.24	(0.745)	0.19	(0.695)
M_Discount	0.24 ***	(0.001)	0.37 ***	(0.003)	0.09 *	(0.064)
FD	0.27 ***	(0.000)	0.14 *	(0.062)	0.22 ***	(0.000)

续表

	Model 1		Model 2		Model 3	
	CAR [-5,5]		CAR [-5,5]		CAR [-5,5]	
Identity	-0.08	(0.206)	-0.08 *	(0.087)		
Subscription					0.01 *	(0.083)
Fraction	0.11 *	(0.093)	0.26 **	(0.013)	0.01	(0.823)
Run - ups	0.06	(0.354)	0.02	(0.828)	0.06	(0.288)
Size	-0.01	(0.602)	-0.01	(0.876)	-0.02	(0.451)
MB	-0.04 ***	(0.000)	-0.04 ***	(0.000)	-0.02 **	(0.038)
ROA	3.40 *	(0.088)	5.09 *	(0.093)	2.97 *	(0.066)
Lev	0.15	(0.315)	0.35	(0.127)	-0.02	(0.850)
Industry	Control		Control		Control	
Year	Control		Control		Control	
Observations	320		223		168	
R - squared	0.1921		0.2354		0.2501	0.1921
F test	3.06 ***	(0.0000)	2.66 ***	(0.0001)	2.09 ***	(0.0048)

注：*、* *、* * *分别表示显著性水平 10%、5%、1%。

5.5 对实证结果的进一步思考

定向增发作为股权分置改革完成后推出的新型融资方式，与其他再融资工具相比，具有发行条件宽松、审核程序简化以及信息披露要求较低等特点，并且当公司决定实施定向增发时，监管机构赋予上市公司更大的自主选择权，公司大股东既可以选择参与认购增发股份，也可以选择向机构投资者增发新股，既可以选择以现金认购股份，也

可以选择以股权类资产作为对价方式。因此,与国外私募发行不同,我们在研究上市公司定向增发融资行为时,要着重关注大股东的行为特征。

大股东参与认购定向增发股份,本质上属于一种关联交易,特别是当大股东以资产认购新增股份时,定向增发价格的高低、资产质量的好坏以及评估价值公允与否成为判断大股东是否利用定向增发实现利益输送的重要依据。在股权分置改革前,由于上市公司流通股与非流通股并存,公司股价的上涨和下跌并不能给公司大股东带来更多的激励与约束,大股东通过关联交易、资金占用、资产重组等资本运作方式对上市公司进行"掏空",侵害中小股东利益的问题在我国学术界已经得到了广泛深入的研究(李增泉等,2004)。那么,在全流通时代,大股东的逐利行为是否发生改变?大股东是否还有强烈动机利用定向增发实现利益输送?我们试图从定向增发的发行折价和宣告效应两个角度解释大股东参与定向增发的行为特征。

以优惠价格认购新股以稀释中小股东权益是公司大股东"掏空"上市公司的常用手段(Johnson et al. ,2000)。中国资本市场上,由于监管机构对定向增发发行价格有严格的下限管制,使得大股东试图通过低价认购新增股份以稀释原有中小股东权益的行为受到一定程度约束。虽然监管机构允许上市公司实施定向增发时可以赋予认购对象10%的发行折扣,但从定向增发实践来看,当发行对象为公司大股东时,定向增发的发行折扣均值为-10%(中位数为0),也就是说,即

使大股东参与定向增发，上市公司也大多采取溢价发行或平价发行，增发价格并不是大股东利用定向增发“掏空”上市公司的主要手段。

虽然大股东是以相对公允的价格认购定向增发股份，但其是否仍然可以利用质次价高的资产作为对价方式隐蔽实现利益输送呢？Cheung et al.（2006）在对上市公司关联交易的研究中指出，资产类关联交易更加容易导致大股东的利益输送行为。从表面上看，以质次价高的资产认购定向增发股份可以轻松实现大股东的控制权私有收益，但中小投资者“用脚投票”的行为必然导致公司股价大幅下跌，同样会减少大股东的控制权共享收益。在全流通时代，大股东所持有的公司股份全部可以流通，股价的涨跌不仅关系着中小投资者的切身利益，同时也与大股东的自身利益紧密相连，大股东作为理性主体参与定向增发的动机是为了实现自身价值的最大化，而非单纯的追求控制权共享收益或是私有收益。当大股东参与定向增发时，其向上市公司注入资产的质量好坏会反映到公司股价的变化上，因此，我们可以通过考察上市公司定向增发的宣告效应，检验公司大股东是否利用定向增发“掏空”上市公司。从前面的实证结果来看，对于全部定向增发样本，定向增发的宣告效应显著为正，按照认购方式将全部大股东参与样本细分后，我们发现，当大股东以资产认购增发股份时，其宣告效应显著大于现金认购型定向增发。由此可见，投资者对上市公司大股东以资产认购定向增发股份持积极乐观态度。

从上市公司定向增发的发行折扣和短期宣告效应来看，没有证据

支持大股东将定向增发作为“掏空”上市公司进而实现利益输送的工具。但是,对于已经实施定向增发融资的上市公司,虽然在短期为中小股东带来了正的财富效应,但能否给投资者带来持续的长期收益?大股东以不同对价方式认购定向增发股份后,上市公司未来的经营业绩及其长期市场表现是否存在差异?我们将在下一章对上述问题进一步研究。

5.6 本章小结

本章以2006－2009年在沪、深两市实施定向增发融资的A股上市公司为研究对象,结合中国资本市场特殊的制度背景,首次将定向增发的折扣率细分为发行折扣和市场折扣来分类研究,并按照发行对象和认购方式将全部样本分组对比研究,实证检验上市公司定向增发折扣率和宣告效应的差异及其影响因素。

研究结果表明:上市公司大多采取溢价发行方式实施定向增发,而定向增发的市场折扣率大约为30%,要高于美国股市私募发行时的市场折扣。进一步分析,我们发现,上市公司定向增发发行折扣和市场折扣并非受共同因素影响,定向增发的发行折扣率与发行对象相关,公司大股东及其关联投资者认购定向增发股份的发行折扣率要高于普通机构投资者享受的发行折扣率,而上市公司定向增发的市场折

扣率与发行比例正相关，发行比例越大，定向增发的市场折扣率越大。与国外私募发行会产生短期正的财富效应相同，中国上市公司实施定向增发也可以获取正的宣告效应，并且宣告效应与定向增发市场折价正相关，同时我们还发现，当上市公司面临财务困境时，其定向增发的宣告效应大于非财务困境公司定向增发的宣告效应。此外，定向增发的宣告效应也受公司成长机会、盈利能力和公司规模等因素影响。

第6章
上市公司定向增发长期市场表现：过度乐观还是反应不足

6.1 引言

除股票发行折价外，上市公司股权再融资后的长期市场表现也是公司财务融资领域关注的焦点。国外学者的大量研究发现，实施股权再融资的上市公司长期业绩表现低于不发行股票的公司（Spiess and Affleck - Graves，1995；Loughran and Ritter，1997）。Loughran and Ritter（1997）试图用机会之窗（windows of opportunity）的观点解释股权再融资长期业绩之谜，由于市场存在着非理性投资者，当公司管理层发现市场上投资者的乐观情绪导致公司的价值被高估时，公司会利用这一

时机增发新股。

定向增发作为全流通时代上市公司最主要的再融资方式，目前已经成为理论界与实务界共同关注的焦点。结合中国资本市场特殊的制度背景，国内学者在定向增发融资行为的宣告效应与折扣率等方面进行了有益的探索研究，并形成了较为丰富的研究成果，由于样本数据的限制，目前鲜有学者对中国上市公司定向增发后的股票长期市场表现和公司长期业绩变化进行系统性研究。而国外的大量研究成果显示公司融资后的长期市场表现是公司融资理论重要的研究领域。随着中国资本市场规模的逐渐扩大和上市公司定向增发实践的深入推进，当前已基本具备研究定向增发长期效应的现实条件。为了准确地度量中国资本市场上市公司定向增发后的股票长期收益，本章采用国外经典的研究方法，对 2006 - 2007 年在沪、深两市实施定向增发融资的 A 股上市公司股票长期市场表现进行了系统性研究，同时还考察了不同样本公司定向增发后的财务业绩变化差异。

6.2 理论分析与研究假设

私募发行与公开发行通常有相反的市场表现。一般来说，公开发行往往伴随着负的宣告效应，而私募发行却会产生正的宣告效应。在私募发行正的宣告效应之后，其股价的长期市场表现如何？行为金融

理论对此有不同的观点：

(1)投资者过度乐观(investor overoptimism)导致私募发行后股价长期低迷。心理学研究表明人们普遍存在过分看重当前经验的心理特征(Kahneman and Tversky,1982),股票发行后公司股价表现不佳是由于投资者高估了上市公司股票发行前的业绩(Loughran and Ritter,1997)。

(2)投资者反应不足(investor underreaction)使得私募发行后股价长期上涨。该假说认为由于投资者过度自信易于高估自身掌握的私有信息,致使在事件公告期股票价格并没有反映所有公开信息,随着新的公开信息缓慢地反映到股票价格上,股价的长期走势应与公告期股价变动方向一致。基于以上分析,我们提出如下备选假设：

H1a:上市公司定向增发后股票长期市场表现与宣告效应相反,即定向增发后公司股价长期出现反转。——过度乐观假说

H1b:上市公司定向增发后股票长期市场表现与宣告效应一致,即定向增发后投资者仍然可以获取长期正的超额收益。——反应不足假说

6.3 研究设计

6.3.1 样本选取

鉴于定向增发后上市公司至少要有两年完整的交易日数据，考虑数据的可获得性，本章的研究样本选定为2006－2007年在沪、深两市实施定向增发融资的A股上市公司。我们对上述时间段内的观测值进行了如下处理：①剔除在样本期内有过公开发行的公司；②剔除金融类上市公司；③剔除财务数据或连续3个月市场数据缺失公司。经过筛选后，共得到符合条件的定向增发样本共计135个观测值，其中大股东参与定向增发样本总计64个观测值，在上述样本中以资产认购增发股份总计36个观察值，其余全部以现金认购增发股份。有关样本选取的具体情况见表6－1。

表6－1 定向增发样本分类

	定向增发
最终观测值	135
其中：大股东参与	64
非现金认购	36
现金认购	28

为了控制极端值的影响，我们采用winsorization的方法对极端值

进行处理,对所有小于1%分位数(大于99%分位数)的变量,令其值分别等于1%分位数(99%分位数)。本章增发数据来源于Wind数据库,其他财务数据来自于CCER数据库。

6.3.2　模型设计与变量界定

为了避免模型设定偏误(model misspecification)的影响,我们采取两种基本方法计算上市公司定向增发后股票价格的长期超额收益。首先,根据Barber and Lyon(1997)的研究建议,我们采用基于控制公司法的购买持有超额收益(buy - and - hold abnormal return,BHAR)方法来计算股票的长期超额收益。然而,Fama(1998)研究发现,使用BHAR方法会通过复合过程加剧超额回报估计的偏差,因此根据Mitchell and Stafford(2000)的研究建议,我们同时又采用日历时间组合(calendar - time portfolio)方法计算股票的长期超额收益。上述两种方法的具体计算公式如下:

1. *购买持有超额收益方法*(the buy - and - hold abnormal return method)

相对于配比公司的买入持有超额收益的计算公式如下:

$$BHAR_i = BHR_{i,t} - BHR_{benchmark,t} = \prod_{t=1}^{T}(1 + R_{i,t}) - \prod_{t=1}^{T}(1 + R_{benchmark,t}) \tag{6-1}$$

上述计算公式中,$BHAR_i$ 表示样本公司在持有期的购买持有超额收益。其中,$BHR_{i,t}$ 表示样本公司在持有期的购买持有收益,

$BHR_{benchmark,t}$ 表示配比公司在持有期的购买持有收益，$R_{i,t}$ 表示样本公司第 t 月的股票月收益率，$R_{benchmark,t}$ 表示配比公司第 t 月的股票月收益率。

所有样本公司的平均购买持有超额收益计算公式为：

$$BHAR = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} BHAR_i \tag{6-2}$$

其中，N 为样本公司的数量。

在计算上市公司定向增发后的长期购买持有超额收益时，我们采用如下三种方式选择配比公司：

（1）市场价值（*size*）匹配的样本；

（2）市场价值（*size*）和行业（*industry*）匹配的样本；

（3）市场价值（*size*）、账面市值比（*book - to - market*，简称 *BM*）和行业（*industry*）匹配的样本。

在选择配比公司时，首先要求配比公司过去 2 年没有发生过股权再融资行为（包括公开发行和定向增发）。在选择 *size* 匹配样本时，我们以样本公司定向增发当年 4 月末的 *size* 为参照，在此基础上选择与样本公司 *size* 最接近的公司为配比公司。在选择 *industry* 匹配样本时，我们要求配比公司与样本公司属于中国证监会规定的同类行业。在选择 *BM* 匹配样本时，我们以样本公司定向增发上一年 12 月末的 *BM* 为参照，在此基础上选择与样本公司 *BM* 最接近的公司为配比公司。

2. 日历时间组合方法(the calendar - time portfolio approach)

参考Fama and French(1993)的方法，我们通过构建三因素模型来检验股票回报的超额收益，三因素具体计算过程如下：

(1)我们将A股市场所有个股以第$t-1$年12月末的账面市值比(BM)和第t年4月末的市场价值(*size*)为依据，对第t年5月至第$t+1$年4月期间内的公司观测进行独立分组。分组方法如下：按*size*大小平均分为两组，即前50%(Big组)，后50%(Small组)；按BM高低共分为三组，即前30%(Growth组)，中间40%(Neutral组)，后30%(Value组)；*size*和BM交叉分组后共形成6(2×3)个组合，即Small Growth组，Small Neutral组，Small Value组，Big Growth组，Big Neutral组，Big Value组。组合的形成每月更新一次。

(2)以个股第t年4月30日的相对市场价值为权重(个股的市场价值与组内个股市场价值总和之比)，对第t年5月至第$t+1$年4月期间内个股的月回报进行加权平均，从而求得每个组的月回报。

个股的月回报是指考虑现金红利再投资的月个股回报率。

(3)以每个组的月回报为依据，计算每个月的SMB和HML值。计算公式如下：

$$SMB = \frac{1}{3}(Small\ Value + Small\ Neutral + Small\ Growth) - \frac{1}{3}(Big\ Value + Big\ Neutral + Big\ Growth) \qquad (6-3)$$

$$HML = \frac{1}{2}(Small\ Value + Big\ Value) - \frac{1}{2}(Small\ Growth + Big\ Growth) \quad (6-4)$$

（4）用市场收益率减去无风险收益率，即得到超额市场回报（$R_m - R_f$）。

市场收益率为考虑现金红利再投资的综合月市场回报率（总市值加权平均法）。

无风险收益率使用的是经调整的中国人民银行公布的当期人民币3个月整存整取利率，即将3个月整存整取利率除以12。

通过以上步骤，我们计算了中国股票市场2006年5月至2009年12月的Fama－French三因素，见表6－2。

与Hertze and Smith（1993），Loughran and Ritter（1995）一致，我们以上面计算的Fama－French三因素作为定价基准，构建日历时间序列回归模型，利用回归估计的截距项来度量定向增发股票平均超额收益。回归方程如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_m(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_s SMB_t + \beta_h HML_t + \varepsilon_t \quad (6-5)$$

其中，R_{pt} 是第 t 期定向增发组合的收益率；R_{ft} 是第 t 期无风险利率；（$R_m - R_f$）是第 t 期市场组合收益率和无风险收益率之差；SMB_t 是第 t 期小市值股票组合收益率与大市值股票组合收益率之差；HML_t 是第 t 期高账面市值比股票组合收益率与低账面市值比股票组合收益率之差。

我们利用估计的截距项α来度量第t期定向增发股票组合平均超额收益率。

表6-2 Fama-French三因素(2006.5-2009.12)

Year	*Month*	R_f	R_m-R_f (*equal-weighted*)	R_m-R_f (*value-weighted*)	*SMB*	*HML*	R_p (*value-weighted*)
2006	5	0.0014	0.2642	0.2032	0.1055	0.0433	0.3551
2006	6	0.0014	0.0675	0.0427	0.0370	-0.0099	0.0304
2006	7	0.0014	-0.0272	-0.0565	0.0605	-0.0086	-0.1166
2006	8	0.0014	0.0300	0.0358	-0.0046	-0.0149	0.0537
2006	9	0.0015	0.0545	0.0484	0.0233	-0.0255	0.0478
2006	10	0.0015	-0.0022	0.0176	-0.0268	0.0138	-0.0094
2006	11	0.0015	0.0421	0.1209	-0.1312	-0.0027	0.2067
2006	12	0.0015	0.0566	0.1429	-0.1062	-0.0023	0.1685
2007	1	0.0015	0.2451	0.1928	0.0619	0.0109	0.2652
2007	2	0.0015	0.1922	0.1047	0.0916	0.0660	0.1100
2007	3	0.0015	0.1954	0.1242	0.1001	0.0101	0.0967
2007	4	0.0017	0.3448	0.2967	0.0503	0.0443	0.2563
2007	5	0.0017	0.1012	0.1008	-0.0095	-0.0328	0.1624
2007	6	0.0017	-0.1558	-0.0861	-0.1076	-0.0923	-0.0192
2007	7	0.0017	0.2325	0.1947	0.0588	0.0154	0.2403
2007	8	0.0020	0.1322	0.1584	-0.0451	-0.0055	0.1781
2007	9	0.0024	0.0417	0.0478	-0.0202	0.0469	0.0948
2007	10	0.0024	-0.0902	-0.0192	-0.1007	-0.0177	-0.0222
2007	11	0.0024	-0.0714	-0.1473	0.0966	0.0087	-0.1678
2007	12	0.0024	0.2019	0.1471	0.0499	0.0060	0.1985
2008	1	0.0028	-0.0691	-0.1143	0.0667	-0.0051	-0.0809
2008	2	0.0028	0.0811	0.0324	0.0752	0.0138	0.0632

续表

Year	Month	R_f	$R_m - R_f$ (equal - weighted)	$R_m - R_f$ (value - weighted)	SMB	HML	R_p (value - weighted)
2008	3	0.0028	-0.1947	-0.1953	0.0097	-0.0201	-0.2007
2008	4	0.0028	-0.0408	0.0255	-0.0932	0.0130	-0.0177
2008	5	0.0028	-0.0358	-0.0792	0.0705	-0.0143	-0.0524
2008	6	0.0028	-0.2506	-0.2312	-0.0266	0.0090	-0.2362
2008	7	0.0028	0.0859	0.0288	0.0844	-0.0188	0.0662
2008	8	0.0028	-0.2288	-0.1777	-0.0649	0.0148	-0.2164
2008	9	0.0028	-0.0848	-0.0693	-0.0387	-0.0009	-0.0486
2008	10	0.0026	-0.2582	-0.2678	0.0253	-0.0184	-0.2569
2008	11	0.0024	0.1900	0.1297	0.0809	-0.0126	0.2258
2008	12	0.0017	0.0756	0.0122	0.0711	-0.0259	0.0466
2009	1	0.0014	0.1560	0.1328	0.0123	0.0099	0.1631
2009	2	0.0014	0.0877	0.0571	0.0378	0.0216	0.1080
2009	3	0.0014	0.2216	0.1853	0.0499	0.0077	0.2384
2009	4	0.0014	0.0750	0.0493	0.0326	0.0069	0.0780
2009	5	0.0014	0.0703	0.0531	0.0373	0.0006	0.0632
2009	6	0.0014	0.0873	0.1153	-0.0533	0.0142	0.1126
2009	7	0.0014	0.1466	0.1704	-0.0382	0.0412	0.1644
2009	8	0.0014	-0.1604	-0.2148	0.0792	-0.0292	-0.1684
2009	9	0.0014	0.0438	0.0503	-0.0200	-0.0159	0.0469
2009	10	0.0014	0.1193	0.0946	0.0292	-0.0037	0.1037
2009	11	0.0014	0.1454	0.0836	0.0621	-0.0035	0.1264
2009	12	0.0014	0.0243	0.0289	0.0126	0.0080	0.0095

6.4　实证检验结果

6.4.1　购买持有超额收益（*BHAR*）研究结果

表6－3　定向增发购买持有收益（BHR）

持有期		持有3个月		持有6个月		持有12个月		持有24个月	
	N	BHR	P值	BHR	P值	BHR	P值	BHR	P值
全样本	135	138.72%***	(0.000)	173.18%***	(0.000)	137.01%***	(0.000)	89.55%***	(0.000)
非大股东参与	71	137.89%***	(0.000)	175.28%***	(0.000)	144.78%***	(0.000)	93.85%***	(0.000)
大股东参与	64	139.63%***	(0.000)	170.86%***	(0.000)	128.39%***	(0.000)	84.78%***	(0.000)
资产认购	36	143.03%***	(0.000)	183.79%***	(0.000)	116.23%***	(0.000)	83.83%***	(0.000)
现金认购	28	135.26%***	(0.000)	154.23%***	(0.000)	144.03%***	(0.000)	86.00%***	(0.000)

注：*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

表6－3是定向增发样本公司的购买持有收益（*BHR*）。我们分别计算4个不同持有期的*BHR*，对于全部样本来说，定向增发发行宣告后的24个月内，上市公司3个月、6个月、12个月和24个月不同持有期的*BHR*分别为138.72%、173.18%、137.01%和89.55%，且都在1%水平显著。对于大股东参与样本和非大股东参与样本，以及大股东以资产认购样本和以现金认购样本来说，其在各个持有期的*BHR*与全部样本相比大体相同，都显著为正。虽然投资者在宣告期买入定向增发公司股票随后两年可以获取正的投资收益，但是投资者持有定向增发公司股票是否可以获得长期超额收益呢？下面我们将通过控

制公司法计算定向增发公司的购买持有超额收益(*BHAR*)。

表6-4 定向增发购买持有超额收益(BHAR)[市场价值(size)、账面市值比(BM)和行业(industry)配比]

Panel A:不同持有期的购买持有超额收益(BHAR)

持有期		持有3个月		持有6个月		持有12个月		持有24个月	
	N	BHAR	P值	BHAR	P值	BHAR	P值	BHAR	P值
全样本	135	21.65% ***	(0.000)	37.31% **	(0.011)	22.12% **	(0.043)	12.42% *	(0.061)
非大股东参与	71	17.91% **	(0.026)	33.42% *	(0.098)	28.31%	(0.185)	10.98%	(0.278)
大股东参与	64	25.80% ***	(0.003)	41.61% **	(0.045)	15.25%	(0.349)	14.03% *	(0.097)
资产认购	36	27.25% **	(0.030)	58.35%	(0.103)	11.85%	(0.601)	12.02%	(0.227)
现金认购	28	23.93% **	(0.037)	20.09%	(0.116)	19.62%	(0.412)	16.6%	(0.262)

Panel B:大股东参与样本与非大股东参与样本 BHAR 的差异检验

持有期	持有3个月		持有6个月		持有12个月		持有24个月	
	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值
大股东参与—非大股东参与	7.89%	(0.245)	8.19%	(0.389)	-13.06%	(0.315)	3.05%	(0.409)

Panel C:大股东以资产认购样本与大股东以现金认购样本 BHAR 的差异检验

持有期	持有3个月		持有6个月		持有12个月		持有24个月	
	差异	P值	差异	P值	差异	P值	差异	P值
资产认购—现金认购	3.32%	(0.422)	38.26%	(0.177)	-7.77%	(0.407)	-4.58%	(0.394)

注:*、**、*** 分别表示显著性水平10%、5%、1%。

表6-4是按照市场价值(*size*)、账面市值比(*BM*)和行业(*industry*)配比后计算得到的上市公司定向增发购买持有超额收益(*BHAR*)。与计算 *BHR* 时选择的窗口期一致,我们也选择上述4个窗口期计算 *BHAR*,根据 Panel A 所示,我们发现,定向增发发行宣告后的24个月内,上市公司3个月、6个月、12个月和24个月不同持有期的 *BHAR* 分别为21.65%、37.31%、22.12%、12.42%,且都至少在10%

水平显著,由此可见,上市公司定向增发后股价仍然保持正的长期超额收益。上一章的研究结论表明定向增发宣告期投资者可以获取正的财富效应,而定向增发后24个月*BHAR*仍然显著为正说明投资者对上市公司定向增发宣告信息反应不足,证实了假说H1b。在中国资本市场上,上市公司定向增发不仅在宣告期有正的财富效应,而且在定向增发发行宣告后2年仍然能够使投资者获取正超额收益,这与美国股市私募发行后公司股价长期业绩向下的结论相反(Hertzel et al.,2002;Krishnamurthy et al.,2005)。

同上一章考察定向增发折扣率和宣告效应的研究思路一样,我们按照发行对象将全部样本细分为非大股东参与样本和大股东参与样本,并按照认购方式将大股东参与样本细分为资产认购样本和现金认购样本,进一步考察各个样本在不同持有期的*BHAR*。Panel A的结果显示,无论是大股东参与样本,还是非大股东参与样本,定向增发发行宣告后6个月的*BHAR*都达到峰值,此后各个样本的*BHAR*开始逐渐减少。Panel B是大股东参与样本与非大股东参与样本*BHAR*的差异检验,可以看出,在定向增发发行宣告后2年内,当持有期为12个月时,大股东参与样本的*BHAR*低于非大股东参与样本,当持有期为24个月时,大股东参与样本的*BHAR*大于非大股东参与样本的*BHAR*,两者之差为3.05%,但统计上并不显著。

在上一章中,我们研究发现,当大股东以资产认购定向增发股份时,宣告效应大于现金认购的定向增发。那么,以资产作为对价支

付方式的定向增发,其长期超额收益是否一直大于现金认购定向增发呢? Panel C 是大股东以资产认购样本与大股东以现金认购样本 *BHAR* 的差异检验,我们发现,在定向增发发行宣告后的 6 个月内,以资产认购样本的 *BHAR* 大于以现金认购样本,但随着持有期的继续延长,资产认购样本的 *BHAR* 开始小于现金认购样本,当持有期为 24 个月时,大股东资产认购样本的 *BHAR* 为 12.02%,而大股东现金认购样本的 *BHAR* 为 16.6%,两者之差为 4.58%,同样在统计上并不显著。

6.4.2 日历时间(Fama－French 三因素)研究结果

表6－5是根据 Fama－French 三因素计算出来的定向增发累计超额收益(CAR)。对于等权(equal－weighted)和加权(value－weighted)定向增发组合,回归截距项 0.0129 和 0.0144 意味着定向增发发行宣告后24 个月,定向增发股票组合平均月超额收益率为1.29%(等权)和1.44%(加权),并且在5%水平显著。根据回归截距项,我们可以计算出定向增发股票发行宣告后 24 个月累计超额收益为 36.02%(等权)和40.94%(加权)。由此可见,利用日历时间组合方法计算出来的定向增发发行宣告后 24 个月累计超额收益率显著为正,这与通过购买持有超额收益方法计算出来的结果大体相同,说明在中国资本上,上市公司定向增发后股票在 2 年内呈长期强势特征,进一步支持了假设 H1b。

表6-5　定向增发累计超额收益(CAR)[日历时间(Fama-French三因素)]

	Model 1		Model 2	
	$R_p - R_f$		$R_p - R_f$	
VARIABLES	系数	P值	系数	P值
Constant	0.0129**	(0.045)	0.0144**	(0.025)
SMB	-0.6392***	(0.000)	0.1278	(0.185)
HML	-0.5214**	(0.048)	-0.5028*	(0.055)
$R_m - R_f$(equal-weighted)	1.1017***	(0.000)		
$R_m - R_f$(value-weighted)			1.1270***	(0.000)
Observations	44		44	
R-squared	0.9350		0.9358	
F test	191.73***	(0.000)	194.27***	(0.000)
定向增发24个月累计超额收益				
CAR(equal-weighted)	$(1+\text{Constant})^{24}-1=(1+0.0129)^{24}-1=0.3602$			
CAR(value-weighted)	$(1+\text{Constant})^{24}-1=(1+0.0144)^{24}-1=0.4094$			

注:*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

6.4.3　定向增发后上市公司经营业绩变化

表6-6是上市公司定向增发实施前后5年公司经营业绩变化的比较,同样是按照市场价值(*size*)、账面市值比(*BM*)和行业(*industry*)选择配比公司,我们主要选取了总资产收益率(*ROA*)、净资产收益率(*ROE*)、每股收益(*EPS*)和每股经营活动现金净流量(*ONCFPS*)四个财务指标。我们发现,在定向增发前2年和前1年,样本公司的*ROA*中值分别为3.90%和4.35%,并在定向增发当年达到最高值5.29%,定向增发完成后1年和2年,样本公司的*ROA*中值分别下降到4.32%和2.68%。由此可见,样本公司在定向增发前后经营业绩出现

了先增后降的趋势特征。然而，我们对比配比公司 5 年 *ROA* 的变化，发现配比公司与定向增发样本公司一样，经营业绩也出现先增后降的趋势。

表 6-6　上市公司定向增发实施前后公司经营业绩变化

总资产收益率(ROA)	-2	-1	0	1	2
样本公司(均值)	0.0372	0.0537	0.0759	0.0478	0.0365
样本公司(中值)	0.0390	0.0435	0.0529	0.0432	0.0268
配比公司(均值)	0.0253	0.0362	0.0445	0.0248	0.0230
配比公司(中值)	0.0210	0.0285	0.0358	0.0280	0.0158
均值差异(样本—配比) t 检验	0.0119** (0.0353)	0.0175*** (0.001)	0.0314*** (0.008)	0.0230*** (0.001)	0.0135*** (0.008)
wilcoxon 秩和检验(z 值)	3.340***	3.427***	3.693***	3.000***	2.510**
净资产收益率(ROE)	-2	-1	0	1	2
样本公司(均值)	0.0864	0.1410	0.1620	0.1088	0.0810
样本公司(中值)	0.0891	0.1056	0.1368	0.0976	0.0658
配比公司(均值)	0.0514	0.0797	0.1044	0.0595	0.0607
配比公司(中值)	0.0524	0.0693	0.0914	0.0689	0.0397
均值差异(样本—配比) t 检验	0.0350** (0.038)	0.0613*** (0.000)	0.0576*** (0.000)	0.0493*** (0.010)	0.0203* (0.070)
wilcoxon 秩和检验(z 值)	4.241***	4.058***	3.692***	2.729***	2.238**
每股收益(EPS)	-2	-1	0	1	2
样本公司(均值)	0.2945	0.4177	0.5922	0.4257	0.3523
样本公司(中值)	0.2551	0.3140	0.4114	0.3304	0.2155
配比公司(均值)	0.1789	0.2489	0.3750	0.2667	0.2325
配比公司(中值)	0.1236	0.1854	0.2667	0.1702	0.1226
均值差异(样本—配比) t 检验	0.1156*** (0.002)	0.1688*** (0.000)	0.2172*** (0.001)	0.1590** (0.037)	0.1198** (0.045)
wilcoxon 秩和检验(z 值)	3.854***	4.333***	3.778	2.881***	2.769***

续表

每股经营活动现金净流量(ONCFPS)	-2	-1	0	1	2
样本公司(均值)	0.5825	0.5316	0.3273	0.4152	0.4993
样本公司(中值)	0.4163	0.4622	0.3866	0.4401	0.3464
配比公司(均值)	0.2859	0.3890	0.4880	0.4093	0.5529
配比公司(中值)	0.2329	0.2585	0.3352	0.2838	0.2494
均值差异(样本—配比) t检验	0.2966*** (0.002)	0.1426 (0.112)	-0.1607 (0.156)	0.0059 (0.482)	-0.054 (0.354)
wilcoxon秩和检验(z值)	3.558***	1.756*	-0.289	0.761	0.698

注:*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

为什么定向增发公司和配比公司经营业绩会产生同步性趋势呢?由于我们选择的样本区间为2006-2007年实施定向增发的上市公司,在前后5年的时间里,中国资本市场和宏观经济环境都发生了很多重大变化,股权分置改革的顺利完成、新会计准则的颁布实施、两税合并及企业所得税调整、为了治理通货膨胀而出台系列宏观紧缩措施、全球金融危机对我国出口贸易的冲击等等,这一系列系统性风险因素必定会对中国大部分上市公司经营业绩产生重要影响。因此,我们认为,定向增发样本公司经营业绩先增后降的趋势并非是由定向增发本身所导致,可能更多地来自系统性风险因素的影响。

为了剔除系统性风险因素影响,我们比较了定向增发样本公司与配比公司 *ROA* 在定向增发前后的均值差异,结果显示,在定向增发实施前,样本公司的 *ROA* 高于配比公司的 *ROA*,两者差异在5%水平显著,而在定向增发完成后,样本公司的 *ROA* 同样还是高于配比公司的 *ROA*,两者差异至少在5%水平显著。除了 *ROA* 以外,*ROE* 和 *EPS* 两

个财务指标也出现相同的变化趋势，而对于 *ONCFPS* 指标，在定向增发当年，样本公司的 *ONCFPS* 低于配比公司，但定向增发完成后，样本公司的 *ONCFPS* 又开始高于配比公司，但两者差异并不显著。

通过对比定向增发前后样本公司与配比公司经营业绩的差异，可以发现，定向增发样本在定向增发前，公司经营业绩显著高于配比公司，而在定向增发实施后，公司经营业绩仍然显著高于配比公司，也就是说，中国上市公司实施定向增发后经营业绩没有发生恶化，这与 Hertzel et al.（2002）研究发现美国股市私募发行后公司经营业绩相对表现更差的结论相反。

我们除比较了定向增发样本公司与配比公司的经营业绩差异外，对于实施定向增发的全部样本，我们还进一步比较了大股东参与样本与非大股东参与样本、资产认购样本与现金认购样本经营业绩的差异。

表 6 – 7 显示了不同样本上市公司定向增发实施前后公司经营业绩变化的情况。在定向增发实施前 2 年，大股东参与样本的 *ROA* 和 *ROE* 都低于非大股东参与样本，两者差异在 10% 水平显著，在定向增发当年，两者差异并不显著，而随后 2 年大股东参与样本的 *ROA* 和 *ROE* 又低于非大股东参与样本，两者差异在 10% 水平显著。而 *EPS* 和 *ONCFPS* 指标虽然在定向增发当年大股东参与样本均值大于非大股东参与样本，然而在定向增发完成后，大股东参与样本均值又小于非大股东参与样本，但两者差异并不显著。按照发行对象将全部定向增发样本分为大股东参与样本和非大股东参与样本后，我们发现，在

公司大股东参与认购定向增发股份后,与非大股东参与样本相比,公司经营业绩并没有明显改观。

当公司大股东参与定向增发时,其既可以选择以现金认购新增股份,也可以选择以股权等非现金性资产作为对价方式认购新增股份。因此,我们按照认购方式不同将大股东参与样本细分为资产认购样本和现金认购样本,以便考察大股东不同认购方式下定向增发公司经营业绩变化的差异。根据表6-7所示,在定向增发实施前2年,无论是*ROA*和*ROE*,还是*EPS*,资产认购样本均值都低于现金认购样本,其中,对于*ROA*和*ROE*指标,两者差异在10%水平显著。而在定向增发实施后,上述三个指标的资产认购样本均值都已经高于现金认购均值,两者差异在5%水平显著。也就是说,在大股东以资产认购定向增发股份后,公司的经营业绩在未来2年确实得到了改善。而对于*ONCFPS*指标,我们并没有发现资产认购样本与现金认购样本两者在定向增发前后有显著差异。

表6-7　不同样本上市公司定向增发实施前后公司经营业绩变化

总资产收益率(ROA)	N	-2	-1	0	1	2
大股东参与(均值)	64	0.0305	0.0562	0.0647	0.0416	0.0293
大股东参与(中值)	64	0.0326	0.0436	0.0522	0.0384	0.0223
非大股东参与(均值)	71	0.0433	0.0514	0.0860	0.0534	0.0430
非大股东参与(中值)	71	0.0438	0.0434	0.0566	0.0445	0.0341
均值差异(参与—不参与) t检验		-0.0128* (0.095)	0.0048 (0.284)	-0.0213 (0.191)	-0.0118* (0.100)	-0.0137* (0.051)
wilcoxon秩和检验(z值)		-1.890*	-0.361	-0.621	-1.494	-2.353**
资产认购(均值)	36	0.0252	0.0629	0.0714	0.0535	0.0383

续表

资产认购(中值)	36	0.0363	0.0476	0.0568	0.0467	0.0272
现金认购(均值)	28	0.0372	0.0477	0.0560	0.0263	0.0178
现金认购(中值)	28	0.0286	0.0354	0.0461	0.0253	0.0162
均值差异(资产—现金) t 检验		−0.0120 (0.199)	0.0152 (0.165)	0.0154 (0.114)	0.0272** (0.021)	0.0205** (0.035)
wilcoxon 秩和检验(z 值)		0.068	1.096	1.137	2.612***	1.854*
净资产收益率(ROE)	N	−2	−1	0	1	2
大股东参与(均值)	64	0.0499	0.1471	0.1696	0.0898	0.0680
大股东参与(中值)	64	0.0750	0.0976	0.1290	0.0893	0.0507
非大股东参与(均值)	71	0.1192	0.1355	0.1552	0.1259	0.0927
非大股东参与(中值)	71	0.1011	0.1071	0.1417	0.1169	0.0784
均值差异(参与—不参与) t 检验		−0.0693** (0.023)	0.0116 (0.321)	0.0144 (0.238)	−0.0361* (0.082)	−0.0246* (0.090)
wilcoxon 秩和检验(z 值)		−2.188**	−0.791	−0.04	−1.304	−2.261**
资产认购(均值)	36	0.0105	0.1474	0.1813	0.1189	0.0850
资产认购(中值)	36	0.0690	0.0855	0.1396	0.1058	0.0638
现金认购(均值)	28	0.1005	0.1467	0.1546	0.0524	0.0462
现金认购(中值)	28	0.0846	0.0987	0.1126	0.0647	0.0426
均值差异(资产—现金) t 检验		−0.0900* (0.0990)	0.0007 (0.495)	0.0267 (0.214)	0.0665** (0.049)	0.0388** (0.041)
wilcoxon 秩和检验(z 值)		−0.853	−0.108	1.042	2.598***	1.732*
每股收益(EPS)	N	−2	−1	0	1	2
大股东参与(均值)	64	0.2425	0.4393	0.6167	0.3447	0.2863
大股东参与(中值)	64	0.2124	0.3058	0.4043	0.2710	0.1704
非大股东参与(均值)	71	0.3414	0.3983	0.5702	0.4987	0.4118
非大股东参与(中值)	71	0.2902	0.3218	0.4325	0.3824	0.2883
均值差异(参与—不参与) t 检验		−0.099** (0.049)	0.0410 (0.286)	0.0465 (0.351)	−0.1540 (0.144)	−0.1255 (0.147)
wilcoxon 秩和检验(z 值)		−1.727*	−0.529	0.555	−1.604	2.098**

续表

资产认购(均值)	36	0.2158	0.4568	0.7259	0.4759	0.3890
资产认购(中值)	36	0.2005	0.2879	0.3994	0.3567	0.2352
现金认购(均值)	28	0.2769	0.4168	0.4762	0.1761	0.1544
现金认购(中值)	28	0.2408	0.3401	0.4103	0.1781	0.1241
均值差异(资产—现金) t检验		−0.0611 (0.255)	0.0400 (0.383)	0.2497 (0.113)	0.2998* (0.1000)	0.2345** (0.026)
wilcoxon 秩和检验(z值)		−0.582	−0.135	0.447	2.341**	1.922**
每股经营活动现金净流量(ONCFPS)	N	−2	−1	0	1	2
大股东参与(均值)	64	0.5788	0.5261	0.4493	0.2800	0.4390
大股东参与(中值)	64	0.4639	0.4454	0.4427	0.3789	0.3060
非大股东参与(均值)	71	0.5858	0.5365	0.2174	0.5371	0.5536
非大股东参与(中值)	71	0.3423	0.4799	0.3083	0.4454	0.4479
均值差异(参与—不参与) t检验		−0.0070 (0.483)	−0.0104 (0.478)	0.2319 (0.162)	−0.2571 (0.116)	−0.1146 (0.258)
wilcoxon 秩和检验(z值)		0.542	−0.392	0.489	−0.639	−1.379
资产认购(均值)	36	0.5885	0.5627	0.5499	0.4860	0.3727
资产认购(中值)	36	0.5082	0.4454	0.4427	0.5617	0.3188
现金认购(均值)	28	0.5665	0.4792	0.3199	0.0151	0.5243
现金认购(中值)	28	0.4074	0.4233	0.4385	0.2376	0.2993
均值差异(资产—现金) t检验		0.0220 (0.456)	0.0835 (0.402)	0.2300 (0.229)	0.4709* (0.057)	−0.1516 (0.307)
wilcoxon 秩和检验(z值)		−0.014	−0.135	0.203	1.773*	0.000

注:*、**、***分别表示显著性水平10%、5%、1%。

6.4.4 稳健性测试

为了更加全面地刻画上市公司定向增发后股票长期市场表现,我们除了利用配比公司计算了上市公司定向增发后的购买持有超额收

益(BHAR),同时我们还根据配比公司计算了上市公司定向增发后的累计超额收益(CAR),结果显示两者并无显著差异,这进一步说明上市公司实施定向增发后确实可以获取正的长期超额收益。在考察上市公司定向增发后长期经营业绩变化时,我们除了使用配比公司外,还采用了行业中值调整方式计算上市公司经营业绩,与配比公司调整法相比,基本结论一致。限于篇幅,我们没有在文中报告以上计算结果。

6.5 大股东会利用定向增发"掏空"上市公司吗

在上一章,我们从上市公司定向增发的发行折扣和短期宣告效应两个角度分析,发现没有证据支持大股东将定向增发作为"掏空"上市公司进而实现利益输送的工具。而本章通过考察上市公司定向增发后长期的市场表现以及经营业绩变化的差异发现,无论大股东是否认购新增股份,上市公司定向增发后都可以获得长期正的累计超额收益,并且公司的经营业绩在定向增发前后都要好于配比公司,与美国股市私募发行后公司业绩显著下滑不同,中国上市公司实施定向增发后经营业绩没有发生恶化。

除了考察全部样本外,我们还将重点关注大股东参与定向增发时的特殊情况,通过对比大股东以不同对价方式认购定向增发股份后公

司股价和经营业绩的变化,进一步分析大股东在上市公司定向增发中的行为动机。上一章的研究结论显示,当大股东以资产认购时,定向增发的短期宣告效应好于大股东以现金认购样本,这为大股东没有以质次价高的资产作为对价方式隐蔽实现利益输送提供了部分证据。在本章前面的分析中,通过对比大股东资产认购样本与现金认购样本定向增发后公司经营业绩的差异,我们发现,当大股东以资产作为对价方式认购新增股份时,公司定向增发后的经营业绩要显著好于现金认购样本,这说明大股东通过向上市公司实施资产注入,改善了公司的长期经营业绩。也就是说,与股改前大股东通过关联交易转移上市公司利润,致使公司经营状况不断恶化不同,在全流通时代,大股东通过以资产作为对价方式认购上市公司定向增发股份进而实现向上市公司资产注入的行为,从上市公司长期经营业绩的变化来看,更多地体现为对上市公司的支持行为。

6.6 本章小结

本章以2006－2007年在沪、深两市实施定向增发融资的A股上市公司为研究对象,采用两种经典计算超额回报率方法,系统考察了上市公司定向增发后的长期市场表现,同时也考察了上市公司定向增发前后公司经营业绩的变化差异。

研究结果表明:无论是采用购买持有超额收益方法还是使用日历时间组合方法都可验证上市公司实施定向增发后2年内总体上表现出强势特征,这与美国股市私募发行后公司长期业绩表现不佳的结论相反。进一步分析我们发现,当大股东参与时,定向增发1年期BHAR小于非大股东参与定向增发,而持有期为2年时,大股东参与的BHAR又大于非大股东参与的BHAR,尽管统计上不显著。而对于全部大股东参与样本来说,无论持有期是1年还是2年,资产认购的BHAR都小于现金认购的BHAR,尽管统计上不显著。

同时,我们还考察了上市公司定向增发前后公司经营业绩的变化差异。对于全部定向增发样本,上市公司定向增发前后5年的经营业绩都要显著好于配比公司。从细分样本来看,当大股东参与时,定向增发后公司的经营业绩差于非大股东参与样本,但统计上并不显著;当大股东以资产认购时,定向增发后的公司经营业绩要显著好于现金认购样本。

第7章 研究结论、局限性及研究展望

7.1 研究结论

本书以2006－2009年在沪、深两市实施定向增发的A股上市公司为研究对象，根据现代公司财务相关理论从公司股权再融资方式选择、定向增发的折扣率和短期宣告效应、定向增发长期市场表现及长期经营业绩三个角度全面研究了中国上市公司定向增发融资行为，本书的主要结论包括：

1. 股权结构和信息不对称理论可以较好地解释上市公司增发方式选择问题。具体表现为：股权结构显著影响上市公司增发方式的选

择,上市公司终极控制人为国有性质时,越倾向于选择定向增发;对于实施定向增发的上市公司,大股东控制力越弱,越倾向于认购新增股份。与此同时,信息不对称理论也可以较好地解释增发方式与增发对象选择问题。信息不对称程度越大的公司越倾向于选择定向增发,并且在实施定向增发时,更愿意选择向大股东发行。此外,上市公司拟实施整体上市时,定向增发往往伴随着资产认购。

2. 上市公司大多采取溢价发行方式实施定向增发,而定向增发的市场折扣率大约为30%,要高于美国股市私募发行时的市场折扣。进一步分析我们发现,上市公司定向增发发行折扣和市场折扣并非受共同因素影响,定向增发的发行折扣率与发行对象相关,公司大股东及其关联投资者认购定向增发股份的发行折扣率要高于普通机构投资者享受的发行折扣率,而上市公司定向增发的市场折扣率与发行比例正相关。发行比例越大,定向增发的市场折扣率越大。

3. 与国外私募发行会产生短期正的财富效应相同,中国上市公司实施定向增发也可以获取正的宣告效应,并且宣告效应与定向增发市场折价正相关。同时我们还发现,当上市公司面临财务困境时,其定向增发的宣告效应大于非财务困境公司定向增发的宣告效应。此外,定向增发的宣告效应也受公司成长机会、盈利能力和公司规模等因素影响。

4. 无论是采用购买持有超额收益方法还是使用日历时间组合方法都可验证上市公司实施定向增发后2年内总体上表现出强势特征,

这与美国股市私募发行后公司长期业绩表现不佳的结论相反。进一步分析我们发现，当大股东参与时，定向增发1年期BHAR小于非大股东参与定向增发，而持有期为2年时，大股东参与的BHAR又大于非大股东参与的BHAR，尽管统计上不显著。而对于全部大股东参与样本来说，无论持有期是1年还是2年，资产认购的BHAR都小于现金认购的BHAR，尽管统计上不显著。

5. 此外，我们还考察了上市公司定向增发经营业绩的变化差异。对于全部定向增发样本，上市公司定向增发前后5年的经营业绩都要显著好于配比公司。从细分样本来看，当大股东参与时，定向增发后公司的经营业绩差于非大股东参与样本，但统计上并不显著；当大股东以资产认购时，定向增发后的公司经营业绩要显著好于现金认购样本。

6. 最后，通过对比上市公司定向增发长短期市场表现以及公司经营业绩在定向增发前后的变化，我们没有发现直接证据支持大股东将定向增发作为“掏空”上市公司进而实现利益输送的工具。

7.2 研究局限

上市公司决定实施股权再融资时，是选择公开发行方式还是定向增发方式，实际上会受到多种因素制约，而本书遵循国外大多数学者

的研究思路,从股权结构和信息不对称两个角度考察上市公司的融资方式选择,显然没有囊括全部因素,这构成了本书的一个研究局限。

由于定向增发是中国资本市场股权分置改革基本完成后才出现的新兴的上市公司再融资工具,从2006年5月正式推出至2009年12月底,仅有三年半的时间跨度,鉴于目前可取得的样本公司偏少,在一定程度上可能造成研究结论的偏差。

同时,本书研究定向增发的长期绩效以买入持有期为1年和2年,这与国外研究上市公司股权再融资长期绩效时期选择上也有一定差别(按照国外学者的研究范式,至少需要有3到5年的市场数据),样本期间较短,同样会导致研究结论的偏差。

7.3 研究展望

1. 从政治关联视角研究上市公司股权再融资方式选择

结合中国资本市场特殊的制度背景,从更深层次研究上市公司股权再融资方式选择具有重要的现实意义。大量国内学者研究发现,中国上市公司存在明显的股权融资偏好,定向增发与其他股权再融资方式相比,一个明显区别就在于没有对公司盈利能力的硬性限制,因此,很多上市公司都有期望通过定向增发实现股权再融资的冲动。然而,

与国外私募发行采取的注册豁免不同，上市公司实施定向增发仍然需要得到监管机构的授权批准，而且经常会有一些上市公司因为种种原因没有获得监管机构的批准而不得已放弃定向增发。已有的文献表明，政治关联不仅可以帮助企业获取更多的信贷资金、补贴等资金支持，而且对于政治关联上市公司，IPO 的发行价格更高、发行成本更低。那么，上市公司管理层的政治背景是否会影响中国上市公司股权再融资方式选择？具有政治关联的上市公司其定向增发的折扣率与宣告效应是否与非政治关联公司存在显著差异？从政治关联视角研究上市公司定向增发行为将是未来的一个研究方向。

2. 从行为财务学视角研究上市公司定向增发宣告效应及长期市场表现

随着行为财务学的兴起，研究投资者非理性视角下企业融资行为成为越来越多学者关注的焦点，而以往的市场择时理论更多地关注公司股价被市场错误估价（mispricing）后管理层是选择发行股票还是回购股票，以及管理层作出再融资决策时是优先安排股权融资抑或是债权融资，而对股权融资中的非公开发行关注较少。另外，虽然目前已有部分学者开始从投资者情绪视角研究上市公司 IPO 抑价，但研究投资者情绪与上市公司 SEO 特别是非公开发行宣告效应及长期市场表现的文献仍然很少。在中国资本市场，当上市公司决定实施定向增发募集资金时，监管机构赋予公司大股东很多自主选择权（如大股东可以选择是否参与定向增发，以及灵活选择不同对价支付方式等）。由

于公司大股东对何时实施定向增发以及是否参与认购定向增发有更多的信息优势，根据市场择时理论和投资者情绪理论解释定向增发长短期市场表现将有助于深化行为财务学在上市公司股权再融资领域的研究视野。

3. 结合上市公司实践进一步细化定向增发主要运作模式

限于目前定向增发的研究样本仍然偏少，本书仅按照发行对象将全部样本细分为非大股东参与样本和大股东参与样本，并按照认购方式将大股东参与样本细分为资产认购样本和现金认购样本，随着未来有更多上市公司实施定向增发后，我们可以将定向增发公司按照定向增发主要运作模式进行更为细致的分类，以考察不同样本公司定向增发的折扣率、短期宣告效应和长期市场表现。此外，随着样本数量不断增多和时间跨度的延长，从5年期间甚至更长的时间跨度研究上市公司定向增发后的长期市场表现及其经营业绩的变化将会使研究结论更加稳健。

参考文献

Admati, A. R. , Pfleiderer, P. , 1994. Robust financial contractingand the role of venture capitalists. *Journal of Finance* 49, 371 – 402.

Akerlof, G. A. , 1970. The market for "lemons": quality uncertainty and the market and mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84, 488 – 500.

Akhigbe, A. , Newman, M. , Safieddine, A. , 2006. Market expectations and the valuation effects of equity issuance. *Journal of Finance Research* 29, 253 – 269.

Allen, F. , Faulhaber, G. R. , 1989. Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics* 23, 303 – 323.

Allen, J. W. , Phillips, G. M. , 2000. Corporate equity ownership and product market relationships. *Journal of Finance* 55, 2791 – 2815.

Ambarish, R. , John, K. , Williams, J. , 1987. Efficient Signalling with Dividends and Investments. *Journal of Finance* 42, 321 – 343.

Anderson, H. D. , Rose, L. C. , Cahan, S. F. , 2006. Differential share-

holder wealth and volume effects surrounding private equity placements in New Zealand. *Pacific – Basin Finance Journal* 14,367 –394.

Arneson,G. S. ,1981a. Nonmarketability discounts should exceed fifty percent,*Taxes* 59,25 –31.

Arneson,G. S. ,1981b. Minority discounts beyond fifty percent can be supported,*Taxes* 59,97 –102.

Asquith, P. , Mullins D. , 1986. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics* 15,61 –89.

Baek,J. S. ,Kang,J. K. ,Lee,I. ,2006. Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols. *Journal of Finance* 61,2415 –2449.

Baker,M. ,Stein,J. C. ,Wurgler,J. ,2003. When does the stock market matter? . Stock prices and the investment of equity – dependent firms. *Quarterly Journal of Economics* 118,969 –1005.

Baker, M. , Wurgler, J. , 2002. Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57,1 –32.

Ball,R. ,Brown,P. ,1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6,159 –178.

Ball,C. A. ,Torous, W. N. ,1988. Investigating security – price performance in the presence of event – date uncertainty. *Journal of Financial Economics* 22,123 –153.

Banz, R. W. , 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9, 3 – 18.

Barber, B. M. , Lyon, J. D. , 1996. Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 41, 359 – 399.

Barber, B. M. , Lyon, J. D. , 1997. Detecting long – run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test – statistics. *Journal of Financial Economics* 43, 341 – 372.

Barberis, N. , Huang, M. , 2008. Stocks as lotteries: The implications of probability weighting for security prices. *American Economic Review* 98, 2066 – 2100.

Barclay, M. J. , Holderness, C. G. , 1989. The private benefits of control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25, 371 – 395.

Barclay, M. J. , Holderness, C. G. , Sheehan, D. P. , 2001. The block pricing puzzle. University of Rochester, Boston College, Pennsylvania State University.

Barclay, M. J. , Holderness, C. G. , Sheehan, D. P. , 2007. Private placements and managerial entrenchment, *Journal of Corporate Finance* 13, 461 – 484.

Baron, D. P. , 1982. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance* 37,

955 –976.

Baron, D. P. , Holmström, B. , 1980. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: delegation and the incentive problem. *Journal of Finance* 35, 1115 – 1138.

Beatty, R. , Ritter, J. R. , 1986. Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15, 213 –232.

Berger, P. G. , Ofek, E. , Yermack, D. L. , 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52, 1411 – 1438.

Besley, S. , Kohers, N. , Steigner, T. , 2007. Private placements of common equity and the industry rival response. *Appied Financial Economics* 17, 559 –568.

Booth, J. R. , Smith, R. H. , 1986. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics* 15, 261 –281.

Bradley, M. , Wakeman, L. M. , 1983. The wealth effects of targeted share repurchases. *Journal of Financial Economics* 11, 301 –328.

Brav, A. , Geczy, C. , Gompers, P. A. , 2000. Is the abnormal return following equity issuances anomalous? . *Journal of Financial Economics* 56, 209 –249.

Brennan, M. J. , Franks, J. , 1997. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK. *Journal of Finan-*

cial Economics 45,391 -413.

Brennan, M. J., Subrahmanyam, A., 1996. Market microstructure and asset pricing: On thecompensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics* 41,441 -464.

Brown, S., Warner, J., 1980. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics* 8,205 -258.

Carhart, M. M., 1997. On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance* 52,57 -82.

Carter, R. B., Dark, F. H., Singh, A. K., 1998. Underwriter reputation, initial returns, and the long - run performance of IPO stocks. *Journal of Finance* 53,285 -311.

Chemmanur, T. J., Fulghieri, P., 1994. Investment bank reputation, information production, and financial intermediation. *Journal of Finance* 49,57 -79.

Chemmanur, T. J., Fulghieri, P., 1999. A theory of the going - public decision. *Review of Financial Studies* 12,249 -279.

Chemmanur, T. J., He, S., Hu, G., 2009. The role of institutional investors in seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 94, 384 -411.

Chen, S. S., Ho, K. W., Lee, C. F., Yeo, G. H. H., 2002a. Long - run stock performance of equity - issuing firms: the case of private placement in

Singapore. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* 5,417 – 438.

Chen, S. S., Ho, K. W., Lee, C. F., Yeo, G. H. H., 2002b. Wealth Effects of private equity placements: evidence from Singapore. *Financial Review* 37,165 – 184.

Cheung, Y. L., Raghavendra, P. R., Stouraitis, A., 2006. Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics* 82,343 – 386.

Choe, H., Masulis, R., Nanda, V., 1993. On the timing of seasoned common stock issues: Theory and evidence. *Journal of Empirical Finance* 1,3 – 32.

Chou, D. W., Gombolab, M., Liu, F. L., 2009. Long – run underperformance following private equity placements: The role of growth opportunities. *Quarterly Review of Economics and Finance* 49,1113 – 1128.

Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics* 58,81 – 112.

Cooney, J., Kalay, A., 1993. Positive information from equity issue announcements, *Journal of Financial Economics* 33,149 – 172.

Core, J. E., Guay, W. R., Rusticus, T. O., 2006. Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating perform-

ance and investors expectations. *Journal of Finance* 61,655 – 687.

Cronqvist, H. , Nilsson, M. , 2005. The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics* 78, 375 – 407.

Daniel, K. , Hirshleifer, D. , Subrahmanyam, A. , 1998. Investor psychology and security market under – and overreactions. *Journal of Finance* 53, 1839 – 1885.

David, I. , Josef, L. , Theo. , V. , 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39, 181 – 208.

DeBondt, W. F. M. , Thaler, R. , 1985. Does the stock market overreact? . *Journal of Finance* 40, 793 – 805.

Denis, D. J. , 1994. Investment opportunities and the market reaction to equity offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 159 – 177.

Denis, D. K. , McConnell, J. J. , 2003. International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 1 – 36.

Derrien. F. , 2005. IPO pricing in"Hot"market conditions: Who leaves money on the table? . *Journal of Finance* 60, 487 – 521.

Dyck, A. , Zingales, L. , 2004. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance* 54, 537 – 600.

Eckbo, B. E. , Norli, O. , 2005. Liquidity risk, leverage and long – run

IPO returns. *Journal of Corporate Finance* 11,1 –35.

Eckbo, B. E. , Masulis, R. W. , 1992. Adverse selection and the rights offer paradox. *Journal of Financial Economics* 32,293 –332.

Eckbo, B. E. , Masulis, R. W. , Norli, O. ,2000. Seasoned public offerings: Resolution of the "new issues puzzle". *Journal of Financial Economics* 56,251 –291.

Fama, E. F. , 1970. Effcient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance* 25,383 –417.

Fama, E. F. , 1998a. Market Efficiency, Long – term return, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics* 49,283 –306.

Fama, E. F. , 1998b. Determining the number of priced state variables in the ICAPM. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33, 217 –231.

Fama, E. F. , French, K. R. , 1993. Common risk factors in returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33,3 –56.

Fama, E. F. , French, K. R. , 1996. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *Journal of Finance* 51,55 –84.

Fenn, W. G. , Liang, N. , Prowse, S. , 1997. The private equity market: an overview. Blackwell Publishers, Boston.

Frank, M. Z. , Goyal, V. K. ,2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* 67,217 –248.

Friedlob, G. T. , 1983. What are the effects of differing types of restrictions on closely – held stocks? . *Journal of Taxation* 58, 240 – 243.

Gilson, S. , John, K. , Lang, L. H. P. , 1990. Troubled debt restructuring: an empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of Financial Economics* 27, 315 – 353.

Gibson, S. , Safieddine, A. , Sonti, R. , 2004. Smart investments by smart money: evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 72, 581 – 604.

Goh, J. , Gombola, M. J. , Lee, H. W. , Liu, F. Y. , 1999. Private placements of common equity and earnings expectations. *Financial Review* 34, 19 – 32.

Gomes, A. R. , Phillips, G. M. , 2004. Why do public firms issue private and public equity, convertibles, and debt? . Working Paper. University of Pennsylvania.

Grinblatt, M. , Hwang, C. Y. , 1989. Signalling and the pricing of new issues. *Journal of Finance* 44, 393 – 420.

Grinblatt, M. , Titman, S. , 1993. Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns. *Journal of Business* 66, 47 – 68.

Hansen, R. S. , 1988. The demise of the rights issue. Review of Financial Studies 1, 289 – 309.

Hansen, R. S., Pinkerton, J. M., 1982. Direct equity financing: a resolution of a paradox. *Journal of Finance* 37, 651 – 665.

Hansen, R. S., Torregrosa, P., 1992. Underwriter compensation and corporate monitoring. *Journal of Finance* 47, 1537 – 1555.

Herman, E. S., 1981. Corporate control, corporate power. Cambridge university press, New York.

Hertzel, M, Smith, R., 1993. Market discounts and shareholder gains for placing equity privately. *Journal of Finance* 48, 459 – 485.

Hertzel, M., Lemon, M., Linck, J. S., Rees, L., 2002. Long – run performance following private placements of equity. *Journal of Finance* 57, 2595 – 2617.

Hertzel, M., Linck, J. S., Rees, L., Wintoki, M. B., 2006. Institutional Investors and the Long – Run Performance of Private Placements. Working Paper.

Hughes, P. J., Thakor, A. V., 1992. Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies* 5, 709 – 742.

Ibbotson, R. G., 1975. Price performance of common stock new issues. *Journal of Financial Economics* 2, 235 – 272.

Jung, K., Kim, Y. C., Stulz, R. M., 1996. Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of*

Financial Economics 42,159 – 185.

Jeffrey, J. F. ,1974. Special information and insider trading. *Journal of Business* 47,411 – 428.

Jegadeesh, N. , Titman, S. ,1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market effciency. *Journal of Finance* 48, 65 – 91.

Jensen, M. C, Meckling, W. H. ,1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics* 3,305 – 360.

Johnson, S. , La Porta, R. , Lopez – de – Silanes, F. , Shleifer, A. , 2000. Tunneling. *American Economic Review* 90,22 – 27.

Johnson, R. D. , Racette, G. A. ,1981. Discounts on letter stock do not appear to be a good base on which to estimate discounts for lack of marketability on closely held stocks. *Taxes* 59,574 – 581.

Kahn, C. , Winton, A. ,1998. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *Journal of Finance* 53,99 – 129.

Kahneman, D. , Tversky, A. ,1982. Intuitive prediction: Biases and corrective procedures. Cambridge University Press, Cambridge.

Kang, J. K. , Kim, Y. C. , Stulz, R. M. ,1999. The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies* 12,519 – 534.

Karpoff, J. M. , 1999. The impact of shareholder activism on targeted companies: a survey of empirical findings. Working Paper.

Kato, K. , Schallheim. , J. S. , 1993. Private equity financing in Japan and corporate grouping (keiretsu) . *Pacific – Basin Finance Journal* 1, 287 – 307.

Korajczyk, R. A. , Lucas, D. J. , McDonald, R. L. , 1991. The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues. *Review of Financial Studies* 4, 685 – 708.

Korwar, A. K. , Masulis, R. W. , 1986. Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15, 91 – 118.

Kothare, M. , 1997. The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: a comparison of rights and public offerings. *Journal of Financial Economics* 43, 131 – 148.

Kothari, S. P. , Warner, J. B. , 1997. Measuring long – horizon security price performance. *Journal of Financial Economics* 43, 301 – 339.

Kovenock, D. , Phillips, G. M. , 1995. Capital structure and product market rivalry: How do we reconcile theory andevid ence? *American Economic Review* 85, 403 – 408.

Krishnamurthy, S. , Spindt, P. , Subramaniam, V. , Woidtke, T. , 2005. Does investor identity matter in equity issues? . Evidence from private placements. *Journal of Financial Intermediation* 14, 210 – 238.

La Porta, R. , Lopez - de - Silanes, F. , Shleifer, A. , 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471 - 517.

Leland, H. E. , Pyle, D. H. , 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32, 371 - 387.

Ljungqvist, A. , Nanda, V. , Singh, R. , 2006. Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing. *Journal of Business* 79, 1667 - 1702.

Logue, D. E. , 1973. On the pricing of unseasoned equity issues: 1965 - 1969. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 91 - 103.

Loughran, T. , Ritter, J. R. , 1995. The new issues puzzle. *Journal of Finance* 50, 23 - 51.

Loughran, T. , Ritter, J. R. , 1997. The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance* 52, 1823 - 1850.

Loughran, T. , Ritter, J. R. , 2000. Uniformly least powerful tests of market efficiency. *Journal of Financial Economics* 55, 361 - 389.

Loughran, T. , Ritter, J. R. , 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? . *Review of Financial Studies* 15, 413 - 444.

Lucas, D. J. , McDonald, R. L. , 1990. Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance* 45, 1019 - 1043.

Lyandres, E. , Sun, L. , Zhang, L. , 2008. The new issues puzzle: Testing the investment - based explanation. *Review of Financial Studies* 21,

2825 – 2855.

Lyon, J. D., Barber, B. M., Tsai, C. L., 1999. Improved methodology for tests of long – run abnormal stock returns. *Journal of Finance* 54, 165 – 201.

Marciukaityte, D., Pennathur, A. K., 2007. Equity with warrants in private placements. *Financial Review* 42, 143 – 160.

Marciukaityte, D., Szewczyk, S. H., Varma, R., 2005. Investor over-optimism and private equity placements. *Journal of Financial Research* 28, 591 – 608.

Masulis, R. W., Korwar, A. N., 1986. Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 15, 91 – 118.

McConnell, J. J., Muscarella, C. J., 1985. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics* 14, 399 – 422.

McConnell, J. J., Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595 – 612.

Mikkelson, W. H., Regassa, H., 1991. Premiums paid in block transactions. *Managerial and Decision Economics* 12, 511 – 517.

Miller, M., Rock, K., 1985. Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance* 40, 1031 – 1051.

Mitchell, M. L. , Stafford, E. , 2000. Managerial decisions and long - run stock price performance. *Journal of Business* 73, 287 - 320.

Morck, R. , Shleifer, A. , Vishny, R. W. , 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293 - 315.

Myers, S. C. , Majluf, N. S. , 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187 - 221.

Nenova, T. , 2003. The value of corporate voting rights andcontrol: a cross - country analysis. *Journal of Financial Economics* 68, 325 - 351.

Reilly, F. K. , Hatfield, K. , 1969. Investor experience with new stock issues. *Financial Analysts Journal* 25, 73 - 80.

Renneboog, L. , Simons, T. , Wright, M. , 2007. Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive re-alignment and undervaluation. *Journal of Corporate Finance* 13, 591 - 628.

Ritter, J. R. , 1991. The long - run performance of initial public offerings. *Journal of Finance* 46, 3 - 27.

Ritter, J. R. , 2003. Differences between European and American IPO markets. *European Financial Management* 9, 421 - 434.

Rock, K. , 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15, 187 - 212.

Sahlman, W. A. , 1990. The Structure and governance of venture – capital organizations. *Journal of Financial Economics* 27,473 – 521.

Shleifer, A. , Vishny, R. W. , 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94,461 – 488.

Silber, W. L. ,1991. Discounts on restricted stock: The impact of illiquidity on stock prices. *Financial Analysts Journal* 47,60 – 64.

Small, K. A. , Hsiao, C. , 1985. Multinomial logit specification tests. *International Economic Review* 26,619 – 627.

Smith, Jr. ,C. W. ,1977. Alternative methods for raising capital: rights versus underwritten offerings. *Journal of Financial Economics* 5, 273 – 307.

Spiess, D. K. , Affleck – Graves, J. , 1995, Underperformance in long – run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 38,243 – 267.

Stulz, R. M. ,1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20,25 – 54.

Tinic, S. M. , 1988. Anatomy of initial public offerings of common stock. *Journal of Finance* 43,789 – 822.

Tversky, A. ,Kahneman, D. ,1974. Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, *Science* 185,1124 – 1131.

Welch, I. , 1989. Seasoned offerings, Imitation Costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance* 44,421 – 449.

Wruck, K. H. ,1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23,2 – 38.

Wruck, K. H. , Wu, Y. L. ,2009. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. *Journal of Corporate Finance* 15,30 – 47.

Wu, X. P. , Wang, Z. , Yao, J. ,2005. Understanding the positive Announcement Effects of Private Equity Placements: New Insights from Hong Kong Data. *Review of Finance* 9,385 – 414.

Wu, Y. L. ,2004. The choice of equity selling mechanisms. *Journal of Financial Economics* 74,93 – 119.

Zingales, L. , 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies* 62,425 – 448.

陈工孟、高宁,2000. 中国股票一级市场长期投资回报的实证研究. 经济科学,1:29 – 41.

邓路、黄欣然,2009. 集团大股东资产注入对上市公司价值的影响——基于中国船舶的案例分析. 财务与会计(理财版),11:32 – 34.

邓路、王珊珊,2010. 中美两国非公开发行制度对比研究. 财政研究,3:77 – 79.

杜沔、王良成,2006. 我国上市公司配股前后业绩变化及其影响因素的实证研究. 管理世界,3:114－121.

管征、卞志村、范从来,2008. 增发还是配股? 上市公司股权再融资方式选择研究. 管理世界,1:136－144.

郭雳,2004. 美国证券私募发行法律问题研究. 北京大学出版社.

韩立岩、伍燕然,2007. 投资者情绪与 IPOs 之谜——抑价或者溢价. 管理世界,3:51－61.

黄建欢、尹筑嘉,2008. 非公开发行、资产注入和股东利益均衡:理论与实证. 证券市场导报,5:26－32.

黄建中,2007. 上市公司非公开发行的定价基准日问题探讨. 证券市场导报,3:35－41.

江洪波,2007. 基于非有效市场的 A 股 IPO 价格行为分析,金融研究,8:90－102.

李康、杨兴君、杨雄,2003. 配股和增发的相关者利益分析和政策研究. 经济研究,3:79－87.

李增泉、孙铮、王志伟,2004. "掏空"与所有权安排——来自我国上市公司大股东资金占用的经验证据. 会计研究,12:3－13.

刘碧波,2009. 大股东支持、利益输送与定向增发. 工作论文.

陆正飞、魏涛,2006. 配股后业绩下降:盈余管理后果与真实业绩滑坡. 会计研究,8:52－59.

陆正飞、叶康涛,2004. 中国上市公司股权融资偏好解析——偏好

股权融资就是缘于融资成本低吗．经济研究,4:50－59.

毛小元、陈梦根、杨云红,2008. 配股对股票长期收益的影响:基于改进三因子模型的研究．金融研究,5:114－129.

王化成、孙健、邓路、卢闯,2010. 控制权转移中投资者过度乐观了吗．管理世界,2:38－45.

王美今、张松,2000. 中国新股弱势问题研究．经济研究,9:49－56.

王珊珊、邓路,2010. 我国上市公司定向增发四大运作模式．财务与会计(理财版),4:30－32.

王亚平、杨云红、毛小元,2006. 上市公司选择股票增发的时间吗——中国市场股权融资之谜的一种解释．金融研究,12:103－115.

杨丹、林茂,2006. 我国IPO长期市场表现的实证研究——基于超常收益率不同测度方法的比较分析．会计研究,11:61－68.

原红旗,2003. 股权再融资之"谜"及其理论解释．会计研究,5:16－21.

原红旗,2003. 上市公司配股的长期业绩．中国会计与财务研究,3:103－122.

张鸣、郭思永,2009. 大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据．会计研究,5:78－86.

章卫东,2007. 定向增发新股、整体上市与股票价格短期市场表现的实证研究．会计研究,12:63－68.

章卫东、李德忠,2008. 定向增发新股折扣率的影响因素及其与公司短期股价关系的实证研究——来自中国上市公司的经验证据．会计研究,9:73－80.

郑琦,2008. 定向增发对象对发行定价影响的实证研究．证券市场导报,4:33－36.

朱红军、何贤杰、陈信元,2008. 定向增发“盛宴”背后的利益输送:现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究．管理世界,6:136－147.

后　记

时光荏苒，岁月如梭。回首2007年，踏入人大校园的一幕幕仿佛如昨日重现，原以为1000个日日夜夜会很漫长，然而，还没有来得及细细品味，三年的博士生涯却已转瞬即逝。人大，这个曾经令我魂牵梦萦的学术殿堂，这个迟到了三年才再次踏进的温情校园，在我心中，留下了太多无法忘怀的记忆。如今，离别之际，回顾三年人大求学历程，心中充满了无限的感恩之心、感激之情、感谢之意。

饮其流者怀其源，学其成时念吾师。永远感激我的博士授业恩师，王化成教授。2007年1月，在国家会计学院（北京）举办的首届全国会计学术带头人后备人才培训项目2007年第一次集中培训会上，有幸与王老师第一次见面，当我向王老师表明报考博士的意愿后，王老师的欣然允诺增强了我继续求学的激情。在这次培训会上，我第一次聆听到王老师对成功人生的精彩阐述：成功人生的基础是要有健康的体魄、完备的知识、健全的人格；成功人生的标准是为单位创造价值、为家庭构建和谐、为社会作出贡献。恩师的教诲，我会永远铭记于心。三年来，王老师以其宽广的胸襟、渊博的学识，以及爱生如子的情

怀深深地感染了我的心灵。永远不会忘记,两周一次的例行学术讨论树立了师门治学严谨的学术风气,辩与思辨的学术争鸣让我们逐渐体会到什么是学无止境,郊游踏青的爬山之旅让我们明白其实健康比物质财富更加重要,CID会议的成功举办为我们未来持续的合作与创新提供了更加宽广的舞台……感谢王老师深情的付出!恩师淡泊明志、持之以恒进行学术创新的精神极大地鼓舞了我最终选择高校教师作为自己博士毕业后的职业生涯。与此同时,还要深深地感激一直站在王老师背后鼎力支持我们的师母,刘桂香老师。随着师门规模的不断扩大,我们占用王老师的时间越来越多。多年来,刘老师始终无怨无悔地默默付出,营造各种氛围时刻让我们感受到家的温暖,我们今天取得的很多成绩,都凝结着王老师和刘老师对我们的无限关爱之情!

永远感激我的硕士导师,北京工商大学经济学院院长杨德勇教授。永远不会忘记,六年前,当我放弃保研而又考研失利与人大失之交臂之时,杨老师破格接受我,并系统传授我宏观金融理论;三年前,当我打算将自己的研究领域由宏观金融转向公司财务时,杨老师再一次毅然支持。六年来,无论是在学业上,还是在生活中,每当我遇到困难不知所措时,总会得到杨老师的鼎力相助,感激之情溢于言表。

永远感激我的本科启蒙老师,吉林大学总会计师杜莉教授。永远不会忘记,杜老师金融学的课堂是吉大最火爆的课堂之一,在那里,我才第一次感悟到金融学的博大精深并为之痴迷;每年开学典礼,杜老师的深情演讲都会令全院师生为之动容。北京六年的求学生涯,杜老

师时刻关心着我的成长与进步，并且不遗余力地为我创造数次机会回到吉大进行学术交流，让我时刻感受到母校的温暖。

感激博士期间所有传授我知识的老师们。感谢商学院支晓强副教授、财政金融学院汪昌云教授以及美国内华达州立大学商学院刘春林教授和美国加州大学俄汶分校李灿林副教授，近100篇公司财务、资产定价与市场微观结构等领域国外经典论文的研读使我能够以最快的速度进入到真正意义的学术研究。感谢加拿大英属哥伦比亚大学商学院李凯教授，在2009年人大暑期学校，李凯老师对行为金融的前瞻性串讲为我将来从事行为金融研究提供了方向指引。特别感谢商学院姜付秀教授，每当我遇到学术难题无从下手而请教姜老师时，姜老师总是不厌其烦地耐心解答，与姜老师的交流与切磋，让我时刻感受到学术研究的乐趣，姜老师极其勤奋的钻研精神值得我永远学习。感谢商学院伊志宏教授，李焰教授、支晓强副教授、况伟大副教授、张志强副教授在博士论文开题及预答辩阶段给予的中肯的修改意见。感谢北京大学光华管理学院陆正飞教授、北京工商大学杨有红教授、首都经贸大学付磊教授，以及商学院张瑞君教授、姜付秀教授在博士论文答辩时给予的建设性意见。感谢北京工商大学商学院崔学刚副教授在我考博期间给予的大力支持，感谢北京大学光华管理学院博士后张敏师兄在学术研究方面给我的无私帮助。

在这里，非常感激申银万国证券股份有限公司北京总部前总经理李彬博士、投行项目部经理于国平博士，感谢两位证券界的资深人士

为我提供了一个全程参与投行项目的锻炼机会，通过参与项目我更加深刻地理解了如何将公司财务理论与投行实践相结合。虽然我最终没有选择投行作为自己的职业生涯，但在申银万国的这段经历为我更好地完善自身知识储备提供了一个绝佳的实践平台，以至于我选择公司融资领域作为我的博士论文选题也与这段幸运的投行经历密不可分。

与此同时，还要特别感谢北京航空航天大学王惠文教授、刘志新教授、于颖教授，感谢北京工商大学谢志华教授、杨有红教授，感谢对外经贸大学丁志杰教授、吴卫星教授，感谢北京交通大学马忠教授。感谢以上师长在我博士毕业面临就业选择时给予的热情帮助。

感激这个团结奋进、朝气蓬勃的师门大家庭。感谢才华横溢的师兄程小可，小可师兄作为治学严谨的师门典范，激励我们后来人不断开拓进取；感谢成熟稳重的师兄刘俊勇，俊勇师兄将管理会计与企业实务的完美结合为我们提供了更多案例选择；感谢温柔贤惠的师姐佟岩和善解人意的师姐黎来芳，两位师姐对我职业规划的中肯建议让我难以忘怀；感谢机智灵活的师兄卢闯，卢闯师兄在学业上为我提供的各种帮助令我感动不已；感谢风趣幽默的师兄杨棉之，与棉之师兄在一起有永远讨论不完的资本市场话题；感谢谦逊体贴的师姐蒋艳霞，艳霞师姐在生活中为我提供了诸多帮助使我感激万分；特别感谢真诚热情的师兄孙健，博士期间，与孙健师兄接触最多，没有孙健师兄的倾力相助，也许我的考博历程会更加曲折，每一次遇到实证难题，总是先

与孙健师兄请教与交流，能够最终下定决心选择高校教师作为自己的职业生涯，也是得到了孙健师兄的鼎力支持，三年来，孙健师兄给予我的种种帮助没齿难忘；特别感谢温柔甜美的王珊珊，三年前，我们有缘共同走进师门大家庭，三年来，无论是在平时的学术研究讨论中，还是在博士论文写作最艰难的时刻，我们同甘共苦、并肩作战，虽然你最终没有选择高校，但我依旧相信，以你的勤奋与聪慧，一定会在实务界取得更大的成绩；非常感谢淳厚勤奋的师弟张伟华，伟华师弟文献功底能力超群，每次学术讨论都会提出颇具针对性的中肯建议，令人受益颇丰，相信一定能够肩负起师门学术研究承前启后的重任；感谢认真贤淑的师妹黄欣然、执著刻苦的师弟卿小权、聪慧灵敏的师弟李志华、开朗纯真的师妹于悦，以及即将毕业的四位硕士师弟师妹——聪明伶俐的杨阳和魏飞龙，活泼可爱的王慧和宋炜旸，你们的锐意进取让我看到了师门未来的希望，我为能够生活在这样一个温馨的大家庭而倍感自豪。

真诚感谢我们的班主任陈君老师，正是有了陈老师的辛勤工作和周到安排，我们三年的博士生活才能如此井井有条。感谢我的室友曹越，虽然我们的研究领域不同，但是他对学术研究的执著追求是我学习的榜样，期待他早日在产权会计领域做出更大的研究成果；感谢张肖飞，身残志坚的他让我真正体会到了什么叫做坚毅与执著；感谢胡尔刚、彭正昌、徐广成、季勇，虽然他们都是在职博士，但是与他们在资本市场与企业实务领域的广泛交流，让我对公司财务理论有了更深入

的理解；感谢张永冀、姜军、黄伟亚、田薇、刘宁悦、王志超、朱友干、陈仲威、娄欣轩、朱秀霞、李培、张栋、陈放、柳宁、刘婷、李娟娟等博士班同学，感谢大家三年来对班级支部工作的大力支持，2009年中国人民大学“先进党支部”的荣誉称号永远属于我们2007级会计财务博士班集体。

谁言寸草心，报得三春晖。永远感激我的父母及家人，由于历史的原因，他们错过了上大学读书的机会，培养下一代便成为他们一生的目标。我的父母，同普天下所有父母一样，用他们博大无私的亲情将我抚育成人。他们在远方默默的对我的支持与鼓励，是我能够在今后的岁月中面对一切艰难险阻，勇往直前的力量源泉。

天行健，君子以自强不息；地势坤，君子以厚德载物。想起大学时代自己曾经说过的一句话：我从不否认青年人永远激情是错误的，但我更渴望我们的激情中能拥有更多理性的光芒。

邓　路

于中国人民大学品园

2010年6月25日